



STÉPHANIE COELI RIBEIRO DINOÁ

**A CRISE FINANCEIRA ATUAL: ORIGENS, DINÂMICA,  
IMPACTOS E PROPOSTAS DE REFORMA DO SISTEMA  
FINANCEIRO INTERNACIONAL**

João Pessoa

2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
CURSO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

STÉPHANIE COELI RIBEIRO DINOÁ

**A CRISE FINANCEIRA ATUAL: ORIGENS, DINÂMICA,  
IMPACTOS E PROPOSTAS DE REFORMA DO SISTEMA  
FINANCEIRO INTERNACIONAL**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial para a  
conclusão do Curso de Graduação em  
Relações Internacionais da Universidade  
Federal da Paraíba.

Orientador: Prof. Dr. Jales Dantas

João Pessoa

2015

D586    Dinoá, Stéphanie Coeli Ribeiro.

A crise financeira atual: origens, dinâmica, impactos e propostas de reforma do sistema financeiro internacional. /Stéphanie Coeli Ribeiro Dinoá. – João Pessoa: UFPB, 2015.

70f.:il

Orientador(a): Prof. Dr. Jales Dantas.

Monografia (Graduação em Relações Internacionais) – UFPB/CCSA.

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
CURSO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

A Comissão Examinadora, abaixo assinada, aprova, com nota \_\_\_\_\_, o Trabalho de  
Conclusão de Curso

**A CRISE FINANCEIRA ATUAL: ORIGENS, DINÂMICA,  
IMPACTOS E PROPOSTAS DE REFORMA DO SISTEMA  
FINANCEIRO INTERNACIONAL**

Elaborado por

**Stéphanie Coeli Ribeiro Dinoá**

Como requisito parcial para a obtenção do grau de  
**Bacharel em Relações Internacionais.**

COMISSÃO EXAMINADORA

---

Prof. Titulação Nome – Instituição (Orientador)

---

Prof. Titulação Nome – Instituição

---

Prof. Titulação Nome – Instituição

João Pessoa,     /     /2015.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus, em primeiro lugar, pela minha vida. À minha mãe, Denise, que me apoiou incondicionalmente para a conclusão desse curso. A meu pai, meu padrasto e toda a minha família que sempre estiveram comigo. A meus amigos que me acompanharam nessa jornada e me deram suas palavras de ânimo, me ajudando a chegar aqui. A meu orientador, Jales Dantas, que compartilhou comigo seus conhecimentos e me ajudou na minha formação. Sem eles, não seria possível concluir essa jornada.

## **RESUMO**

A eclosão de uma crise financeira em escala pode estar ligada a diversos fatores, e é certo que o seu entendimento deve se dar através de análises que incluam a arquitetura do sistema financeiro internacional. O presente trabalho busca compreender os fatores que levaram à eclosão da atual crise financeira irradiada nos Estados Unidos e seu subsequente desenrolar. Para tanto, realizamos um estudo acerca da dinâmica do sistema financeiro internacional nas últimas décadas, destacando o papel das instituições e acordos financeiros que regulam as finanças internacionais, e as orientações geopolíticas das potências dominantes capazes de influir e moldar o sistema financeiro internacional. Para analisar as origens da crise financeira atual, valemo-nos das perspectivas teóricas de corte keynesiano e pós-keynesiano, ao passo que apresentamos criticamente as perspectivas teóricas de cunho clássico/neoclássico. Tratamos assim de descrever e analisar as origens e o desenrolar da atual crise financeira, sublinhando alguns de seus impactos em escalas nacionais (destaque para os Estados Unidos) e mesmo regionais (Europa e países emergentes), bem como apresentar algumas propostas de reforma do sistema financeiro internacional, visto a importância que o tema vem ganhando nos últimos anos, especialmente diante da dramaticidade dessa crise, que evidenciou tanto as fragilidades da arquitetura do sistema financeiro internacional como a necessidade de se promover alterações para a solução dessa crise e prevenir futuras crises.

**Palavras-chave:** sistema financeiro internacional; crise financeira atual; Estados Unidos; teorias keynesiana/pós-keynesiana e clássica/neoclássica.

## **ABSTRACT**

The outbreak of a financial crisis in scale may be linked to several factors, and it is certain that his understanding should be through analyzes that include the international financial system architecture. This study aims to understand the factors that led to the outbreak of the current financial crisis radiated in the United States and its subsequent course. Thus, we performed a study on the dynamics of the international financial system in recent decades, highlighting the role of financial institutions and agreements governing international finance, and geopolitical orientations of the dominant powers able to influence and shape the international financial system. To analyze the origins of the current financial crisis, we make use of theoretical perspectives of Keynesian and post-Keynesian, while critically present the theoretical perspectives of classical/neoclassical nature. Treat well to describe and analyze the origins and the course of the current financial crisis, emphasizing some of its impacts on national scales (especially the United States) and even regional (Europe and emerging countries) and to present some proposals to reform the international financial system, given the important that the issue has gained in recent years, especially in light of the drama of this crisis, which revealed both the weaknesses of the international financial system architecture as the need to promote changes to the solution of this crisis and prevent future crises.

**Key-words:** international financial system; current financial crisis; United States; Keynesian/post-Keynesian and classical/neoclassical theories.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Renda e moeda .....	21
<b>Gráfico 2:</b> Mercado monetário .....	21
<b>Gráfico 3:</b> Mercado de capitais.....	22
<b>Gráfico 4:</b> Gasto e renda.....	23
<b>Gráfico 5:</b> Mercado de bens .....	27
<b>Gráfico 6:</b> Mercado de trabalho.....	28
<b>Gráfico 7:</b> Políticas de Câmbio em 1984 e 1994 (porcentagem do total mundial) .....	38
<b>Gráfico 8:</b> Bônus de Wall Street (em bilhões), 2002 – 2007 .....	47
<b>Gráfico 9:</b> Lucro das agências classificadoras de risco (2000-2007) .....	47
<b>Gráfico 10:</b> Novas Classificações AAA (2000 – 2006) .....	48
<b>Gráfico 11:</b> Índice de preços das residências nos Estados Unidos (janeiro de 2000 = 100), 1995-2009 .....	50
<b>Gráfico 12:</b> Volume do comércio mundial (janeiro/2008 = 100), janeiro/2008 – d dezembro/2009 .....	52
<b>Gráfico 13:</b> Taxa de desemprego entre 2007 – 2009 (em % da população economicamente ativa) .....	52



## LISTA DE TABELA

<b>Tabela 1:</b> Hipotecas Emitidas nos Estados Unidos (2001-2005) .....	45
--	----

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1. Objetivos.....	13
1.1.2 Objetivo geral .....	13
1.1.3. Objetivos específicos .....	13
1.2. Justificativa.....	13
1.3. Metodologia.....	14
1.4. Estrutura do trabalho .....	15
<b>2. ECONOMIA POLÍTICA DAS CRISES ECONÔMICAS E FINANCEIRAS: PERSPECTIVAS KEYNESIANA/PÓS-KEYNESIANA E CLÁSSICA/NEOCLÁSSICA .....</b>	<b>16</b>
2.1. Crises financeiras nas perspectivas neoclássica e pós-keynesiana.....	29
<b>3. O PROCESSO HISTÓRICO DA CRISE FINANCEIRA ATUAL.....</b>	<b>34</b>
3.1. Desregulamentação do sistema financeiro .....	37
3.2. As hipotecas subprime e a securitização .....	41
3.3. A “bolha” financeira (2001 – 2007) .....	45
3.4. A atual crise financeira .....	48
3.5. Impactos da crise financeira norte-americana na zona do Euro e nos países emergentes .....	53
<b>4. PROPOSTAS DE REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL.....</b>	<b>57</b>
4.1 O G20 e o Sistema Financeiro Internacional.....	57
4.2 Propostas de reforma do sistema monetário internacional .....	59

<b>5. CONSIDERAÇÕES .....</b>	<b>63</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>66</b>

## 1. Introdução

Após a crise de 1929 nos Estados Unidos, o sistema financeiro passou por diversas modificações levando ao aparecimento de novas teorias acerca da economia política, que até então tinha a perspectiva neoclássica como predominante. No período pós – Segunda Guerra Mundial observou-se uma expansão do capitalismo, com as economias dos Estados cada vez mais interligadas e o sistema financeiro norte-americano com seus bancos em crescimento, passando por mudanças nas relações entre os setores público e privado da economia, na regulamentação do mercado e ainda com a adoção de novas medidas para promover a economia.

Com o fim do sistema de Bretton Woods, nos anos 1970 se observou a desvinculação do dólar em relação ao ouro e a introdução das taxas de câmbio flutuantes. Luiz Gonzaga Belluzzo (2013) aponta que foi a continuada desvalorização do dólar, a desregulamentação financeira e a expansão da finança direta que desataram um conjunto de crises, colocando a economia mundial em apuros.

De acordo com David Harvey (2011),

Houve centenas de crises financeiras ao redor do mundo desde 1973, em comparação com as muito poucas entre 1945 e 1973, e várias destas foram baseadas em questões de propriedade ou desenvolvimento urbano. (...) os investimentos no espaço são em geral baseados em créditos de alto risco e de retorno demorado: quando o excesso de investimento é enfim revelado, o caos financeiro que leva muitos anos a ser produzido leva muitos anos para se desfazer. (HARVEY, 2001, p. 14).

Com a “mundialização financeira”, o que se tem é um sistema financeiro internacional complexo que apresenta economias cada vez mais interligadas, dependendo umas das outras muitas vezes para o próprio desenvolvimento. De acordo com François Chesnais (2005) houve uma sucessão de crises financeiras que marcaram a “mundialização financeira”, apresentando efeitos econômicos e sociais cada vez mais graves. Ele argumenta que a raiz das crises financeiras se encontra no elevado volume dos créditos sobre a produção futura que os possuidores de ativos financeiros consideram poder pretender, e também na busca por resultados praticados por administradores dos fundos de pensão e de aplicação financeira.

As inovações do mercado financeiro, a securitização de títulos, a popularização de derivativos, a utilização de empréstimos subprime (juros mais altos e transferências

de riscos via securitização), além dos seguros sobre derivativos, tornaram-se ao longo dos anos uma “bomba relógio” que viria a estourar em 2008.

De 2001 – 2007 se tem o período chamado por alguns analistas como “a Bolha”, no qual devido às facilidades em obter hipoteca, as vendas de casas bem como os seus preços dispararam, o que gerou riqueza para alguns agentes do sistema, mas estava gerando uma bolha financeira, na qual no final de 2006 já havia algumas hipotecas decretando falência. Algumas empresas passaram a apostar contra hipotecas que não haviam comprado, visando valorizar as suas próprias hipotecas. Outras empresas vendiam as que sabiam ser de grande risco e aí então apostavam contra elas.

Apesar dos muitos afetados durante o período da “bolha”, Belluzzo (2013) mostra que no período que antecedeu a crise os bancos comerciais, de investimento e outros estavam certos de que se encontravam blindados contra riscos de mercado, de liquidez e de pagamentos.

Em 2008 o não pagamento de hipotecas tornou-se maior, levando à falência da cadeia de securitização. O mercado de derivativos e imóveis quebrou. Segundo Harvey (2011), funcionários e banqueiros do Tesouro exigiram 700 bilhões de dólares para socorrer o sistema bancário; o Congresso e em seguida o presidente George Bush cederam e o dinheiro foi enviado para as instituições financeiras consideradas “grandes demais para falir”, visando amenizar o efeito dominó que estava se instaurando.

A crise norte-americana que eclodiu em 2008 levantou novamente diversas questões acerca da arquitetura do sistema financeiro que haviam sido muito debatidas após a Grande Depressão. A crise se alastrou rapidamente por todo o sistema financeiro internacional, afetando diversos países que observaram em suas economias crescimento no desemprego, queda na renda e na produção, e ainda um menor crescimento econômico.

Enquanto se adotava um sistema financeiro baseado na desregulamentação financeira e assim na especulação, com uma visão neoclássica de que os mercados financeiros são eficientes e têm a capacidade de se autorregular, a teoria keynesiana aponta uma visão oposta, mostrando que os mercados não conseguem se autorregular mantendo o pleno emprego, o que vai acabar gerando o desemprego involuntário na economia.

Nos anos que se seguiram após a eclosão da atual crise diversas medidas foram tomadas, e ainda estão sendo, para conter e reverter o quadro que se instaurou. O mercado financeiro vem observando mudanças em sua estrutura, além de debates que

voltaram a ocorrer com mais frequência sobre as possibilidades de reforma do sistema financeiro internacional para que este seja mais forte e estável.

Com as crises financeiras, em especial a crise norte-americana atual, Belluzzo (2009) mostra como o entusiasmo que havia com a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros foi substituído por certa busca por um culpado pela crise. Além disso, muitas críticas sobre má gestão monetária dos governos acabaram dando lugar a análises sobre a desregulamentação financeira e suas implicações nas economias nacionais e no sistema financeiro internacional, com avaliações sobre a necessidade de se arquitetar uma nova estrutura para o sistema financeiro internacional que seja menos suscetível a crises e suas consequências.

## **1.1. Objetivos**

### **1.1.2. Objetivo geral**

O objetivo mais geral desse trabalho é descrever e analisar as origens, a dinâmica e certos impactos da atual crise financeira internacional, bem como apresentar algumas propostas de reforma do sistema financeiro internacional.

### **1.1.3. Objetivos específicos**

- Analisar crises financeiras a partir de uma perspectiva keynesiana/pós-keynesiana;
- Apresentar uma crítica as visões clássica/neoclássica das crises financeiras;
- Entender e explicitar o sistema financeiro norte-americano;
- Descrever cronologicamente fatores econômicos que estão ligados as origens da atual crise financeira, bem como analisar a sua dinâmica e seus impactos;
- Apresentar o debate acerca das propostas de reforma do sistema financeiro internacional.

## **1.2. Justificativa**

O estudo das crises financeiras é importante porque o quadro financeiro internacional acaba por influenciar a vida dos indivíduos no seu cotidiano, direta ou indiretamente, como, por exemplo, na compra de imóveis ou automóveis, que tem

valores afetados pela situação financeira do país, sendo este afetado pela economia global. Outra questão que também é muito presente no cotidiano dos indivíduos são os empréstimos. Estes, em momentos de crises financeiras, vão sendo cada vez mais dificultados pelos bancos, tornando compras de imóveis, por exemplo, mais raras, visto que o poder de aquisição das pessoas ficará menor.

Eventos como a crise financeira que ocorreu nos Estados Unidos têm como uma de suas principais consequências afetarem o crediário, como mencionado acima, além do crédito para importações e exportações das empresas, impactando também nas taxas de juros e inflações, que afetam os investidores e consumidores.

Nas crises, os países vão encontrar dificuldades na manutenção de suas economias, sendo atingidos em diversos âmbitos. Um dado país pode ter sua vulnerabilidade externa aumentada, ampliando o chamado risco país, assim como de suas taxas de inflação, além de impactar nas taxas de juros, queda na qualidade de vida em geral, entre outras consequências.

Esse trabalho se justifica ainda pelas discussões que foram levantadas com a eclosão da crise, que vão analisar as origens da mesma e as políticas econômicas necessárias para evitá-la, colocando em evidência a perspectiva pós-keynesiana e sua percepção sobre crises financeiras.

Dessa forma, o estudo das causas de uma crise financeira é relevante para que se possa perceber de que forma a mesma aconteceu e assim evitar o surgimento de uma nova crise, através do desenvolvimento de mecanismos para isto. A escolha da atual crise norte-americana em detrimento de outras crises financeiras se deve por ser uma crise atual e ter ocorrido no epicentro da economia global, atingindo assim mais países.

### **1.3. Metodologia**

Este trabalho busca identificar as políticas econômicas e outros fatores que levaram à eclosão da atual crise financeira norte-americana. Para isso, será utilizado o método qualitativo, não necessitando assim de modelos matemáticos para compreender o processo histórico da crise e suas possíveis explicações teóricas.

Uma pesquisa pode ser definida como um procedimento racional e sistemático que busca dar respostas a problemas propostos (GIL, 2002). Para a realização deste trabalho será realizada uma pesquisa bibliográfica, que proporcionará um estudo mais viável da crise e suas origens, visto que será possível obter um amplo acervo sobre o

assunto, com diferentes perspectivas sobre o mesmo, para que assim os dados sejam melhor analisados. Sendo assim, serão feitas pesquisas em acervo online e também em bibliotecas, que vão dispor de dados e informações necessários para o entendimento da crise financeira, fornecendo bibliografia de diversos autores que estudaram a crise e vão ajudar na análise de suas origens. Tendo-se assim que a pesquisa bibliográfica será vantajosa para a produção desta monografia devido a essa característica de buscar conhecer diferentes produções acadêmicas sobre o tema, enriquecendo este trabalho.

Vale-se então para a elaboração desta monografia de um arcabouço teórico-discursivo de cunho keynesiano e pós-keynesiano, apresentando-se então posições críticas com relação às teorias clássica e neoclássica, para o entendimento da crise norte-americana.

Tal pesquisa será então feita para assim se ter uma melhor descrição e compreensão da crise financeira, estabelecendo-se uma relação entre a crise e os eventos que a antecederam, através de leituras de textos dos estudiosos sobre o assunto, estudando-se a economia política por trás das crises financeiras.

#### **1.4. Estrutura do trabalho**

Nesse primeiro capítulo buscamos apontar o tema escolhido e sua importância, evidenciando os objetivos do trabalho, a metodologia adotada e justificando-se a escolha de tal tema. Em seguida, realizaremos uma apresentação de cunho mais teórico da perspectiva keynesiana, de suas divergências com as teorias clássicas e neoclássica, enfatizando ainda as crises financeiras dos pontos de vista neoclássico e pós-keynesiano. Posteriormente, faremos uma explanação do contexto histórico da evolução do sistema financeiro internacional, com ênfase para os seus momentos mais recentes quando então foram e ainda são em grande parte comandados pelos Estados Unidos (trata-se do período que compreende desde fins dos anos 1970 até o escancaramento da crise em 2008 e seu posterior desenrolar). Por fim, explicitaremos algumas alternativas propostas para a superação da atual crise financeira.



## **2. Economia Política das crises econômicas e financeiras: perspectivas keynesiana/pós-keynesiana e clássica/neoclássica**

Por Economia Política, entende-se aqui a “ciência social que estuda o comportamento do homem no processo de produção, circulação e distribuição de bens escassos” (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 1). O que se trata em tal ciência é então a produção do excedente econômico e a forma pela qual o excesso de produção para o consumo pode ser distribuído entre os diferentes grupos sociais. Dessa forma, o foco da Economia Política diversas vezes passa da questão da produção global para tratar especificamente o excedente econômico, para assim se buscar meios que possibilitem que tal excedente seja realocado dentro do sistema capitalista.

Luiz Carlos Bresser-Pereira (1968) mostra como a análise econômica se dividiu em duas vertentes, sendo elas a micro e a macroeconomia. A origem da microeconomia se dá através dos autores clássicos, entre eles John Stuart Mill, Cantillon, Adam Smith, Quesnay, Turgot, Say, Ricardo Malthus, Senior e James Mill, e se desenvolveu com a teoria da utilidade marginal no século XIX. Com base na ideia da utilidade marginal vem a teoria do valor subjetivo, e os economistas capitalistas são denominados agora de neoclássicos e vão promover uma unificação entre a teoria econômica da produção e da distribuição de renda, o que não era alcançado pelos clássicos. Entre os economistas neoclássicos tem-se Bohm-Bawerk, Friedrich Wieser, Edgworth, Wicksteed, Pigou, Hicks, Pareto, Pantaleoni, Wicksell, Clark e Fischer, tendo-se ainda o economista neoclássico mais conhecido Alfred Marshall.

Até a década de 1930 se observa uma predominância da teoria neoclássica no pensamento econômico, baseando-se no estudo das atividades de produção e de consumo. Bresser-Pereira (1968) aponta as teorias clássica e neoclássica como a base da microeconomia, que recebe então esse nome por tratar de consumidores e produtores, que são os agentes econômicos privados básicos. Deve-se ressaltar aqui que o estudo da microeconomia não se limita ao comportamento de consumidores e produtores, mas sim busca entender como o sistema econômico funciona como um todo para assim se buscar situações de equilíbrio geral na economia.

Para alcançar esse equilíbrio geral na economia, a microeconomia realiza uma análise supondo que há uma concorrência perfeita, na qual há “um grande número de compradores e de vendedores concorrendo, em termos de preço, na venda de produtos

homogêneos e perfeitamente divisíveis, nenhum dos vendedores ou compradores sendo capaz, isoladamente, de influenciar o mercado com sua política particular de preços” (BRESSER-PEREIRA, 1968, p 5). Sendo assim, a satisfação dos consumidores e os lucros dos produtores vão ser maximizados, o pleno emprego será alcançado, e será possível alocar a produção dentro da economia capitalista. No entanto, o que ocorre na realidade é que o mercado vai funcionar como um monopólio, oligopólio ou concorrência monopolista, sendo encontrada a concorrência perfeita apenas em casos especiais. Sendo assim, encontrar o equilíbrio geral da economia é muito mais difícil e as análises não são precisas como em situações de concorrência perfeita, quando a microeconomia observa os outros tipos de mercado para análise.

Observa-se então um caráter ideológico na microeconomia, visto sua preocupação com a concorrência perfeita. O fato de que esta não representava a realidade não era importante, a ideia apenas era a hipótese caso tal tipo de mercado prevalecesse.

O caráter ideológico da Economia Política clássica tinha um caráter essencialmente revolucionário. Era a expressão viva e palpitante da emergência da burguesia industrial. Assestava suas armas contra instituições obsoletas, como a política intervencionista e monopolista do mercantilismo, ou contra classes sociais que estavam emperrando o desenvolvimento industrial, como a dos senhores de terras. Enquanto isto, a microeconomia neoclássica era fruto de uma ideologia essencialmente conservadora e imobilista. O capitalismo já se havia consolidado economicamente, a burguesia assumira o poder político; agora viam-se ambos sob o ataque das novas correntes socialistas. A teoria econômica neoclássica surge assim como um excelente instrumento de defesa da ordem estabelecida (BRESSER-PEREIRA, 1968, p. 8).

Foi apenas com a Grande Depressão na década de 1930 que as ideias neoclássicas passaram a ser combatidas, de fato, com Keynes desconstruindo a lógica de tais ideias e partindo da microeconomia para a macroeconomia. De acordo com Bresser-Pereira (1968), contrariando a perspectiva clássica<sup>1</sup>, a análise da dinâmica da economia feita por Keynes vai partir de conceitos como da renda nacional e seus componentes, consumo, investimento, gastos do governo e importações e exportações.

John Maynard Keynes em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* buscou então contrapor os argumentos de teorias que apresentavam os mercados financeiros como eficientes e autorreguladores e o pleno emprego como algo natural.

---

<sup>1</sup> Bresser-Pereira (1968) aponta que Keynes não distingue a macroeconomia clássica da neoclássica, envolvendo assim no termo “clássicos” tanto os econômicos clássicos quanto os neoclássicos.

Diferentemente da perspectiva neoclássica que explica apenas a situação de pleno emprego, a perspectiva keynesiana vai além e explica não só o pleno emprego como também o desemprego involuntário. “(...) a evidência prova que o pleno emprego, ou mesmo o aproximadamente pleno, é uma situação tão rara quanto efêmera” (KEYNES, 1996, p. 240). Ricardo Dathein (2002) explica que de acordo com a visão keynesiana, para se entender o desemprego não se deve começar a análise pelo mercado de trabalho, mas sim se observar a dinâmica da economia e os seus impactos sobre o emprego.

A teoria keynesiana entende, em contraposição á visão neoclássica, que para se explicar o desemprego não se deve começar a análise pelo estudo do mercado de trabalho, ou tentar encontrar todas as respostas neste mercado, de forma a praticamente resumir a discussão a questões microeconômicas. Ao contrário, a determinação teórica vem do estudo sobre a dinâmica econômica mais geral e seus impactos sobre o emprego, especificamente. (...) De maneira oposta, os autores neoclássicos, para os quais, em princípio, não existe desemprego involuntário por causas endógenas, criam muitas teorias para explicar o desemprego existente no mundo real, quase sempre circunscrevendo a análise ao mercado de trabalho, de forma a preservar o seu núcleo teórico básico (DATHEIN, 2002, p. 1).

De acordo com Keynes (1996), a teoria clássica do emprego se baseia na ideia do desemprego “friccional” e do desemprego “voluntário”. Analisando-se o desemprego “friccional” se observam imperfeições de ajustamento que vão ser obstáculos para a continuidade do pleno emprego, tendo-se como exemplo o desemprego decorrente de um volume desproporcional de recursos, “resultante de cálculos errados, da procura intermitente, de atrasos decorrentes de mudanças imprevistas, ou, ainda, do fato de que a transferência de um emprego para outro não se realiza sem certa demora” (KEYNES, 1996, p. 46). Com relação ao desemprego “voluntário”, este se dá devido à recusa ou incapacidade de se aceitar determinada remuneração que seja equivalente à sua produtividade marginal, os motivos para tal recusa podem envolver legislação, costumes sociais, dificuldade de adaptação, entre outros.

Ainda segundo Keynes (1996), os postulados do desemprego “friccional” e do “voluntário” vão nos dar a curva de demanda por emprego e a curva de oferta, respectivamente; tendo-se que “o volume do emprego é fixado pelo ponto em que a utilidade do produto marginal iguala a desutilidade do emprego marginal” (KEYNES, 1996, p. 47).

Como consequência disso, haveria apenas quatro meios possíveis de aumentar o emprego: (a) melhoria da organização ou da previsão, de maneira que diminua o desemprego “friccional”; (b) redução da desutilidade marginal do trabalho expressa pelo salário real, para o qual ainda existe mão-de-obra disponível, de modo que diminua o desemprego “voluntário”; (c) aumento da produtividade marginal física do trabalho nas indústrias produtoras de bens de “consumo de assalariados”; ou (d) aumento em relação aos preços dos bens de consumo de não assalariados comparativamente aos das outras categorias de bens, juntamente com o deslocamento das despesas dos indivíduos não assalariados dos bens salariais para os de outras categorias (KEYNES, 1996, p. 47).

Keynes (1996) aponta ainda que dentro de certos limites a mão-de-obra pode exigir um mínimo de salário nominal e não um mínimo de salário real. A teoria clássica aponta que tal situação não modificaria sua teoria, no entanto, Keynes (1996) observa que o argumento clássico desmorona no caso de a oferta de trabalho não ser função dos salários reais como sua única variável, e consequentemente tendo o nível efetivo de emprego como indeterminado.

Além disso, Keynes (1996) mostra que fatos históricos não respaldam completamente a ideia de que é a recusa da mão-de-obra em aceitar menores salários nominais que levam ao desemprego em períodos de depressão. Ele aponta que não é correto afirmar que foi uma resistência da mão-de-obra de aceitar menores salários nominais ou de buscar salários reais superiores ao permitido pela produtividade que levou ao desemprego nos Estados Unidos em 1932.

Amplas são as variações por que passa o volume de emprego sem que haja mudança aparente nos salários reais mínimos exigidos pelo trabalhador ou em sua produtividade. O trabalhador não se mostra mais intransigente no período de depressão que no de expansão, antes pelo contrário. Também não é verdade que a sua produtividade física seja menor. Estes fatos, emanados da experiência, constituem, *prima facie*, o motivo para pôr em dúvida a adequação da análise clássica (KEYNES, 1996, p. 49).

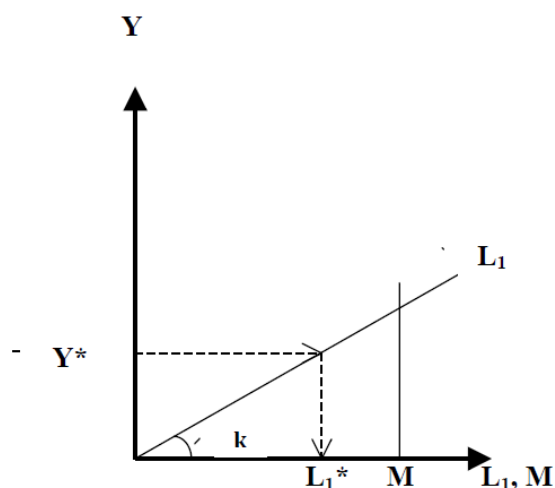
A partir daí, Keynes (1996) apresenta o desemprego “involuntário”, que a teoria clássica não admite como possibilidade. Ele define então que este desemprego ocorre em situações nas quais há um ligeiro aumento nos preços dos bens de consumo de assalariados relativamente aos salários nominais, “tanto a oferta agregada de mão-de-obra disposta a trabalhar pelo salário nominal corrente quanto a procura agregada da mesma ao dito salário são maiores que o volume de emprego existente” (KEYNES, 1996, p. 53).

Para entender o desemprego involuntário de Keynes e suas contradições com as teorias neoclássicas, Dathein (2002) mostra como o autor faz suas análises acerca do desemprego involuntário em dois estágios, sendo o primeiro o modelo *fixprice*, no qual os salários nominais são constantes, e o segundo o modelo *flexprice*, no qual os salários nominais são flexíveis.

Na perspectiva keynesiana, seguindo o modelo *fixprice*, para se determinar as variáveis econômicas se segue uma ordem causal oposta à perspectiva neoclássica. Para se determinar o salário real pode-se utilizar o “mercado de trabalho”, no entanto é preciso se saber o nível de emprego, que vai ser encontrado no mercado de bens, com base na oferta e na demanda agregadas. Além disso, é necessário se conhecer as funções consumo e investimento, sendo preciso para isso se observar também o mercado de capitais, sendo este dependente da taxa de juros encontrada no mercado monetário (DATHEIN, 2002).

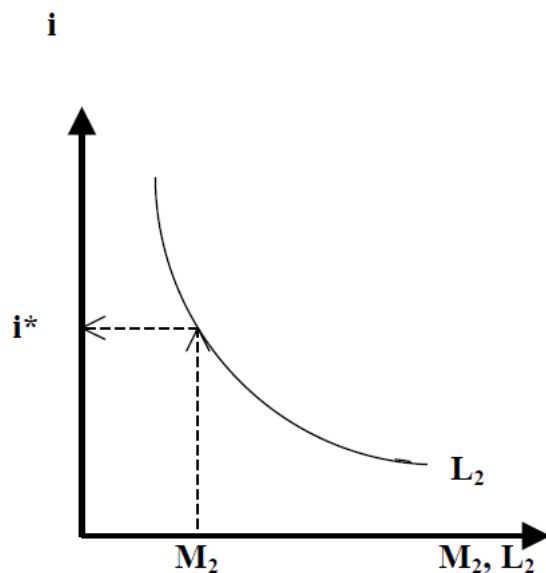
Parte-se da análise do mercado monetário para encontrar a taxa real de juros (i). Esta taxa é determinada em função da demanda especulativa por moeda, ou preferência pela liquidez ( $L_2$ ), e pela oferta residual de moeda ( $M_2$ ). A partir da renda, determinada simultaneamente, e com a função da demanda transacional e precaucional por moeda ( $L_1$ ), pode-se encontrar a oferta residual de moeda ( $M_2$ ). Esta oferta residual de moeda ( $M_2$ ) é a relevante para determinar a taxa de juros quando contraposta à demanda especulativa por moeda ( $L_2$ ) no mercado monetário. A oferta total de moeda ( $M$ ) é determinada exogenamente (controlada pelas autoridades monetárias) e, por isso, pode-se dizer que, neste ponto, Keynes faz um nexos entre a teoria econômica e a política econômica para fechar o modelo (...) (DATHEIN, 2002, p. 3).

Gráfico 1: Renda e moeda



Fonte: DATHEIN, 2002, p. 4

Gráfico 2: Mercado monetário



Fonte: DATHEIN, 2002, p. 4

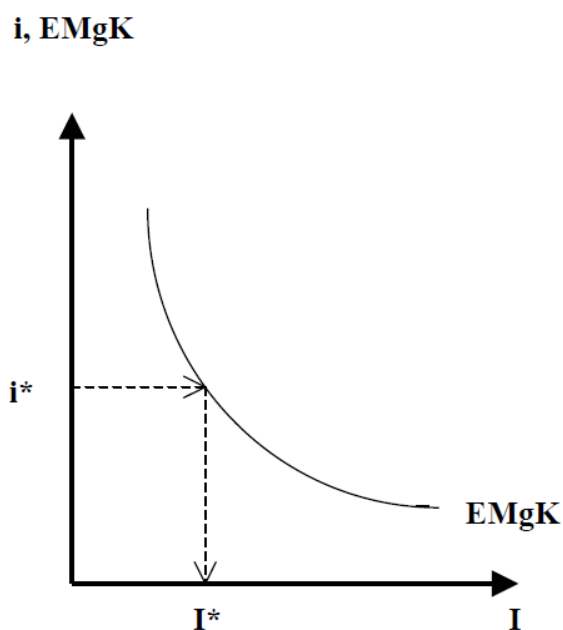
Observa-se a partir desse modelo keynesiano apontado por Dathein (2002) que um aumento na oferta de moeda pode resultar em uma queda na taxa de juros e assim em um crescimento dos investimentos e da renda real, diferentemente do que aponta a perspectiva neoclássica, na qual um aumento na oferta da moeda levaria apenas à inflação.

Com relação à taxa de juros, Keynes (1996, p.39) aponta que sua função seria a de manter o “equilíbrio entre a demanda e a oferta de dinheiro, isto é, entre a demanda pela liquidez e os meios de satisfazer essa demanda”. Dessa forma, a taxa de juros seria “a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem

dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo” (KEYNES, 1996, p. 174). O que ocorre é que os agentes econômicos vão reter liquidez por conta das transações econômicas e da especulação, tendo-se que os agentes vão acreditar que os riscos de investimento em instituições financeiras não vão ser cobertos, pois a taxa de juros não vai estar alta o suficiente.

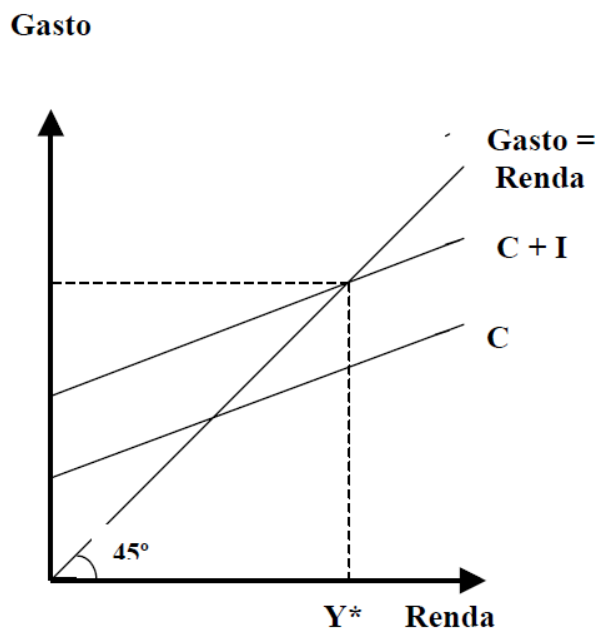
A taxa de juros encontrada então no mercado monetário possibilita que o nível de investimentos no mercado de capitais seja determinado, sendo o investimento uma função da taxa de juros e da Eficiência Marginal do Capital (EMgK), sendo esta uma “função da expectativa de rendimentos derivada dos investimentos e do preços dos bens de capital, incorporando, portanto, os aspectos incerteza e expectativas, cruciais para Keynes” (DATHEIN, 2002, p. 4).

Gráfico 3: Mercado de capitais



Fonte: DATHEIN, 2002, p. 4

Gráfico 4: Gasto e renda



Fonte: DATHEIN, 2002, p. 4

Para explicar o desempenho do capitalismo, Keynes (1996) se utiliza então do investimento, suas formas de financiamento e ainda os efeitos que trazem ao sistema financeiro, explicando que os investimentos se sustentam na expectativa de lucros, de forma que a tomada de decisão é sempre tomada em ambientes de incerteza. O que ele demonstra em sua *Teoria Geral* é que boa parte da poupança é acumulada para especulação, visto que os agentes financeiros operam em um ambiente de incertezas quanto aos preços futuros, se baseando assim em expectativas que não possuem garantias. Tais expectativas vão determinar a reserva de moedas, fazendo com que a liquidez dependa do comportamento dos agentes.

Daqui se segue, portanto, que, dado o que chamaremos de propensão a consumir da comunidade, o nível de equilíbrio do emprego, isto é, o nível em que nada incita os empresários em conjunto a aumentar ou reduzir o emprego, dependerá do montante de investimento corrente. O montante de investimento corrente dependerá, por sua vez, do que chamaremos de incentivo para investir, o qual, como se verificará, depende da relação entre a escala da eficiência marginal do capital e o complexo das taxas de juros que incidem sobre os empréstimos de prazos e riscos diversos. (KEYNES, 1996, p. 62)

Dathein (2002) aponta ainda que para determinar os investimentos não se faz necessário se observar a poupança (S), que é uma função da renda, e esta por sua vez é uma função dos investimentos. Possas (2001 *apud* DATHEIN, 2002) aponta que os



determinantes dos fluxos de poupança são os fluxos de investimentos, sendo estes financiados via crédito ou através de estoques de poder de compra. Deve-se observar ainda que a poupança e os investimentos não são iguais, levando-se em conta que são agentes econômicos distintos que tomam decisões de poupar e investir, ou seja, é um equívoco considerar que a poupança vai fluir de forma automática para o investimento.

De acordo com Keynes (1996), o investimento vai ser então limitado pela taxa de juros, que vai manter o equilíbrio entre a demanda e a oferta de dinheiro. Tem-se ainda que os investimentos serão feitos em uma relação diretamente proporcional ao que os agentes esperam da economia no futuro, enquanto será inversamente proporcional à demanda por dinheiro.

(...) o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros. Nestas condições, o fato de a queda da eficiência marginal do capitalismo ser frequentemente acompanhada por uma elevação da taxa de juros pode agravar seriamente o declínio do investimento (KEYNES, 1996, p. 295).

O que se tem então com relação ao investimento, é que este é relacionado às expectativas dos agentes quanto à renda de um ativo esperada no futuro e o seu valor atual. Sobre a demanda por moeda, esta se relaciona não só ao valor dos ativos, mas também dos títulos financeiros, da taxa de juros e de suas rendas. Tendo-se ainda que a demanda por moeda afeta decisões de gasto, consumo e investimentos (KEYNES, 1982 *apud* SILVA, 2010).

Silva (2010) aponta que no sistema econômico a ação especulativa vai assumir um papel ambíguo. Por um lado, a especulação provê liquidez, visto que estimula a atividade produtiva tornando os ativos mais líquidos. Por outro lado, a ação especulativa pode gerar instabilidade ao conduzir cotações de mercado, fazendo com que o atributo de liquidez dos mercados seja removido e assim prejudicando a economia. Assim sendo, os preços dos ativos financeiros vão ser determinados por ações de curto prazo quando especulações dominam o mercado financeiro.

O que ocorre então no sistema financeiro é que em um ambiente de crescente incerteza vai haver um aumento da preferência pela liquidez, podendo gerar crises de demanda, visto que as incertezas dos agentes com relação a investimentos e consumo vão levar a uma demanda por moeda, por ser esta uma ligação com as relações reais através de contratos, como mostra Silva (2010) e por ser uma forma de defesa contra incertezas futuras.

Sendo assim, o papel do sistema financeiro vai além de intermediar as relações entre poupadores e investidores. Além de o sistema bancário ser essencial da determinação do volume de recursos destinados ao investimento, ele também é fundamental na consolidação financeira do passivo de curto prazo das empresas e dos bancos (STUDART, 1993 *apud* SILVA, 2010).

O que se observa através dos ensinamentos de Keynes (1996) ainda é que a preferência pela liquidez, ou seja, a demanda por moeda e a quantidade da moeda que esteja em circulação vão determinar a taxa de juros. Sendo assim, a moeda não vai ter um papel neutro, ela vai ser fundamental na economia, de acordo com a visão keynesiana.

Com relação ao nível de renda da economia, este pode ser encontrado no mercado de capitais, através da função consumo e dos investimentos. Dathein (2002) mostra que há complexidade na relação entre renda e gasto, uma vez que o consumo é uma função da renda e ao mesmo tempo, em conjunto com o investimento, determina a renda.

De acordo com Keynes (1976, *apud* SILVA, 2010), os níveis de produção e de emprego vão ser afetados por alternâncias nas expectativas dos valores de mercado dos ativos, visto que tais alternâncias influem em decisões de gastos dos indivíduos.

O objetivo central de Keynes (1976) é demonstrar que uma parte substancial da poupança é entesourada para fins de especulação face à incerteza acerca do valor futuro dos preços dos ativos. Considerando-se que as expectativas dos agentes condicionam os encaixes de moeda, o volume de recursos destinados à circulação financeira vai depender, então, do comportamento especulativo dos agentes econômicos nos próprios mercados financeiros: os agentes podem assumir posições pessimistas (agentes *à lá bear*), ou posições otimistas (agentes *à la Bull*). (SILVA, 2010, p. 23).

Já no mercado de bens pode-se observar que a capacidade produtiva potencial e a produção real podem ser distintas em situações nas quais a demanda efetiva não é suficiente, o que significa que “como a oferta não cria automaticamente e necessariamente uma demanda exatamente igual, as curvas de oferta agregada e de demanda agregada não coincidem, a não ser no ponto de demanda efetiva” (DATHEIN, 2002, p. 5). A demanda efetiva é então o ponto no qual oferta e demanda agregadas coincidem e assim as expectativas das empresas são efetivadas. Levando-se em

consideração que a oferta agregada em curto prazo é consideravelmente fixa, é da demanda agregada que o emprego vai ser dependente.

Keynes (1996) trouxe então uma nova perspectiva para a economia internacional, associando os níveis de emprego à demanda agregada, no sentido de que quando o desemprego aumenta as pessoas vão ter menos dinheiro para consumir, levando a uma queda na demanda, e tal queda poderia elevar ainda mais o desemprego, visto que os empregadores precisariam cortar gastos para diminuir possíveis prejuízos. Isso ocorrendo, os consumidores consumiriam ainda menos, reduzindo ainda mais a demanda e desencadeando um perverso ciclo.

Com esse ciclo negativo, o desemprego permaneceria elevado e fábricas teriam de ser fechadas. Pelo fato de a oferta estar grande devido à queda da demanda, os preços seriam levados para baixo, e assim diminuiria o “*animal spirit*” do capitalismo, que de acordo com Keynes (1996) seria a propensão a sempre acumular. Para solucionar esse problema, ele acreditava que deveria haver uma intervenção ativa do governo através do estímulo ou mesmo criação da demanda.

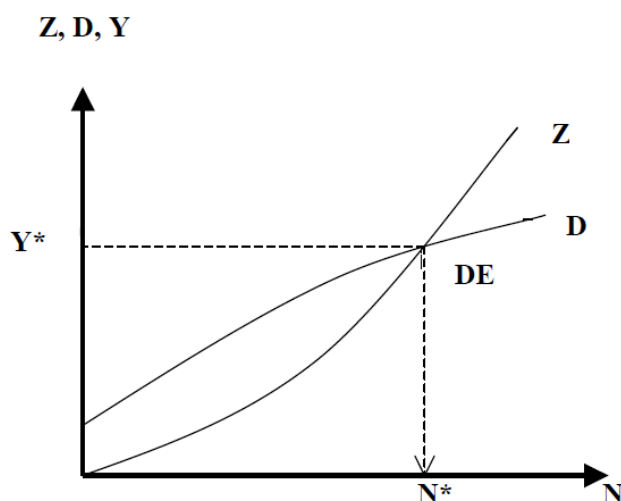
Segundo a visão keynesiana, o desemprego e a inflação podem ser combatidos através da função da demanda agregada. Sob a perspectiva do desemprego, deve haver um incentivo ao consumo aumentando-se a demanda, e para isso é necessária uma redução nos impostos para que os indivíduos tenham mais liquidez e assim possam consumir mais. Para estimular os investimentos, deve ser feita uma redução nas taxas de juros e ainda um aumento nos gastos do governo. Sob a perspectiva da inflação, deve haver uma inversão no processo. Nesse caso, devem ser tomadas medidas que façam com que os impostos e os juros aumentem e que os gastos do governo apresentem redução. O que se observa então é que não é possível a coexistência do desemprego e da inflação elevados na visão keynesiana.

É no mercado de bens então que o nível de emprego de equilíbrio da economia ( $N^*$ ) vai ser determinado, e a demanda efetiva (DE) equivale ao nível de renda de equilíbrio ( $Y^*$ ), tendo-se assim o ponto no qual a expansão dos lucros da produção se limita. Dathein (2002) mostra que a função da demanda agregada apresentada equivale ao que as empresas desejam gastar e esperam ter de rendimento, e deriva assim dos gastos em consumo e dos investimentos, que são apresentados no gráfico do gasto e renda.

Pelo fato do ponto da demanda efetiva estar sempre sujeito a revisões que variam com as expectativas de curto prazo, o nível de emprego acaba se tornando muito

instável. A curva da oferta agregada vai estar relacionada à expectativa de vendas, dependendo assim da existência de rendimentos crescentes, decrescentes ou constantes. No gráfico 5, a função da oferta agregada ( $Z$ ) está em concorrência perfeita e com rendimentos decrescentes, com a suposição de determinada produtividade. A função da demanda agregada ( $D$ ) vai ter relação com gastos e rendimentos esperados, com uma inclinação menor que a da oferta agregada próximo ao ponto da demanda efetiva, isso se justificando por ser a propensão marginal a consumir menor que um, ou ainda pela questão das empresas perceberem que a taxa de expansão do mercado é limitada quando se relaciona à rentabilidade, o que faz com que ela se inicie acima do ponto zero por conta do consumo autônomo (DATHEIN, 2002).

Gráfico 5: Mercado de bens



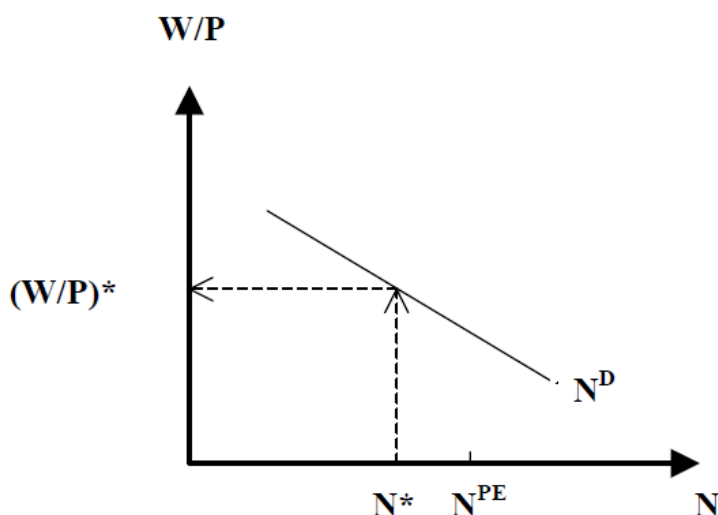
Fonte: DATHEIN, 2002, p. 7

De acordo com Dathein (2002), é possível ainda perceber que não há garantias que as funções da demanda agregada e da oferta agregada coincidam em algum ponto. Por um lado, a função da oferta agregada se dá pelo emprego e pelos salários nominais. Por outro lado, a função da demanda agregada se dá pelo consumo e pelo investimento, sendo que este se dá em um ambiente de incertezas. Sendo assim, apenas em casos especiais se observa as funções da demanda e da oferta agregada coincidindo.

Já o nível de salário real ( $W/P$ ) de equilíbrio pode ser encontrado através do gráfico do mercado de trabalho. Dathein (2002) ressalta que o nível de emprego de equilíbrio ( $N^*$ ) não precisa corresponder necessariamente ao ponto do pleno emprego ( $N_{PE}$ ), que ocorreria apenas em circunstâncias especiais. Diferentemente da perspectiva

neoclássica, na qual há um ponto de equilíbrio no mercado de trabalho e o salário real vai ser determinante do emprego, a perspectiva keynesiana aponta que tal ponto de equilíbrio não existe e o emprego vai ser determinado pela demanda efetiva.

Gráfico 6: Mercado de trabalho



Fonte: DATHEIN, 2002, p. 8

O desemprego involuntário tratado por Keynes é observado então em uma situação de equilíbrio quando  $N^*$  é menor que  $N^{PE}$ , isto pois os meios para que o mercado se ajuste não vão levar automaticamente a uma situação de pleno emprego. O excesso na oferta de trabalhadores leva a uma queda do salário real. A contratação de mais mão-de-obra com salários reais mais baixos poderia ocorrer, no entanto para isso é necessário que o mercado de bens apresente uma demanda insatisfeita. Isso significa que se há equilíbrio no mercado de bens abaixo do ponto de pleno emprego, as empresas não vão ter razão para contratar mais mão-de-obra.

Com relação ao modelo no qual os salários nominais são flexíveis, a perspectiva keynesiana mostra que salários nominais fixos não são uma regra, e também que a flexibilidade não indica que vai haver o pleno emprego.

Keynes questiona se efetivamente uma redução de salários nominais leva a um aumento do emprego, como afirma com certeza a teoria neoclássica. Para esta, a redução salarial estimularia a oferta agregada pelo corte nos custos, enquanto a demanda agregada não sofreria cortes (...). Em primeiro lugar, para Keynes, uma redução de salários nominais provavelmente seria acompanhada de uma redução equivalente dos preços, tal que os salários reais não se alterariam e, portanto, o efeito sobre o emprego e a produção seria nulo (...). Para

que houvesse efeito positivo sobre o emprego, seria necessário, primeiramente, demonstrar que os preços dos bens saláris cairiam menos que os salários nominais. Para Keynes, poderia ocorrer inclusive que a queda destes preços fosse superior à queda dos salários nominais, de maneira que os salários reais aumentariam, reduzindo o emprego (DATHEIN, 2002, p. 12).

Entende-se então através da teoria keynesiana que em economias capitalistas dificilmente se observa o pleno emprego, mas sim o desemprego involuntário que pode inclusive chegar a ser permanente. Dessa forma, de maneira contrária ao pensamento clássico, o pleno emprego não seria alcançado automaticamente com o livre mercado, justificando-se assim a adoção de medidas para combater o desemprego.

Tem-se ainda que em uma economia capitalista, um ambiente de incerteza e riscos está sempre presente. Isso se justifica devido à preferência pela liquidez dos agentes por conta das incertezas quando ao futuro da economia e os possíveis lucros ou prejuízos decorridos de investimentos feitos pelos agentes.

Indo além da visão keynesiana, os teóricos pós-keynesianos buscam complementar e atualizar tal visão, buscando ainda entender e explicar a instabilidade financeira como um aspecto endógeno de economias que funcionem de forma liberal. Sendo assim, as crises financeiras recentes poderiam ser explicadas por tal instabilidade, sendo resultado do funcionamento natural de tais economias. Dathein (2002) aponta ainda que o entendimento sobre financeirização e mundialização vão atualizar a perspectiva keynesiana, agregando mudanças na dinâmica da economia e ressaltando o crescimento das incertezas nos mercados que inibem investimentos, explicando assim uma redução no crescimento econômico.

## **2.1. Crises financeiras nas perspectivas neoclássica e pós-keynesiana**

A teoria pós-keynesiana e a neoclássica apresentam diferentes visões acerca das crises financeiras, suas origens e suas soluções, analisando de formas distintas o cenário internacional e a tomada de decisão dos agentes financeiros. Enquanto a visão pós-keynesiana coloca o sistema financeiro como instável e as crises financeiras como uma decorrência natural do capitalismo, a visão neoclássica aponta a crise como uma anomalia do sistema, visto que considera os mercados financeiros eficientes e autorreguladores.

Na perspectiva neoclássica, os mercados financeiros são eficientes e autorreguladores, o que significa que a tomada de decisão dos agentes financeiros considera que os preços já contêm todas as informações necessárias para que se formem expectativas racionais quanto aos mercados financeiros no presente e no futuro.

Como bem sintetiza Gustavo Silva,

(...) a visão “convencional” considera que um ambiente institucional adequado para o sistema financeiro internacional é aquele constituído por regimes cambiais flexíveis, com maior mobilidade de capitais e maior liberalização financeira dos mercados, uma vez que tais medidas equilibram automaticamente os balanços de pagamentos, alocam eficientemente poupanças e melhoram a performance econômica. (SILVA, 2010, p. 22)

Para esta visão, as crises financeiras vão ocorrer quando se interfere no mercado afetando sua eficiência e autorregulação, sendo as crises então explicadas por comportamentos irracionais nos mercados financeiros. É pressuposto da visão neoclássica que os agentes financeiros tomam decisões e formam expectativas baseados em um mercado eficiente e autorregulador com expectativas racionais, considerando baixas as probabilidades de eclosão de uma crise, que só ocorreria caso os mercados sofressem interferências.

A teoria econômica neoclássica coloca como principal papel do mercado financeiro a alocação de propriedades no mercado de ações. Levando-se em consideração a associação direta entre o financiamento do investimento e as poupanças individuais, se tem que não há diferença entre poupar e investir. Sendo assim, a função dos bancos é de intermediar as relações entre os agentes superavitários e os deficitários (STUDART, 1993 *apud* SILVA, 2010).

O que se tem é que para a visão neoclássica os agentes vão tomar melhores decisões e fazer melhores previsões sobre preços futuros se tais agentes fizerem bom uso das informações referentes ao histórico de preços e mercados, considerando-se que os mercados são eficientes. Dessa forma, todas as informações necessárias para a tomada de decisão vão estar abrangidas no preço de mercado, entendendo-se assim que se o agente financeiro for “bem informado” não vai haver erros.

Considerando-se então os agentes econômicos, a expectativa racional e os mercados eficientes e autorreguladores, para a visão neoclássica a ocorrência de uma bolha financeira só se dá em casos particulares, visto que tais bolhas ocorrem por conta da diferença entre os preços fundamentais de um ativo e o seu valor de mercado. De

acordo com Oreiro (2000, *apud* SILVA, 2010), a teoria neoclássica traz como pressuposto a possibilidade de se diferenciar a parcela dos preços dos ativos associada aos fundamentos, que seriam as expectativas dos agentes com relação aos preços futuros, e a parcela que não depende de tais fatores. A explicação de uma crise financeira se dá então, nessa perspectiva, justamente pela possibilidade de interferências nos mercados financeiros, que vai gerar comportamentos irracionais por parte dos agentes, estando as crises associadas a problemas de informação ou de risco moral, quando são tomadas ações que podem prejudicar os resultados esperados.

Nesse sentido, com base na visão neoclássica, as origens da atual crise financeira dos Estados Unidos vão ser procuradas na atuação do governo norte-americano, analisando-se o Federal Reserve e as políticas monetárias adotadas, assim como a atuação do Secretário do Tesouro, visto que a crise teria se dado por conta da assimetria de informação e assim de erros dos agentes financeiros na distribuição dos riscos para o mercado de securitização e para o mercado de derivativos.

Sendo assim, a desregulamentação financeira não seria a responsável pela crise financeira atual de acordo com os neoclássicos, apontando-se que o Estado e suas políticas públicas não teriam capacidade de evitar a crise através de suas tentativas de regulamentação, que acabariam por piorar a situação do sistema financeiro, e não ajudar.

Já segundo a perspectiva pós-keynesiana, as crises financeiras e a dimensão que elas tomam assim como sua intensidade vão depender da arquitetura do sistema financeiro e a forma pela qual as variáveis macroeconômicas interagem dentro dele. A estrutura dos mercados financeiros vai então influenciar para que haja maior especulação ou não. Sendo assim, um colapso financeiro pode levar a uma crise se não houver uma estrutura preparada como prestador de última instância global e não existam regras monetário-financeiras e cambiais. O que se tem é que a tomada de decisão dos agentes financeiros vai sendo adiada quando o ambiente internacional é de incerteza, interferindo assim nos níveis de produto e de emprego da economia (SILVA, 2010).

Ao contrário da visão neoclássica, a teoria pós-keynesiana acredita que a formação de bolhas nos mercados financeiros ocorre devido ao aumento do “estado de confiança” dos agentes, visto que a tomada de decisão ocorre em um ambiente de incerteza, o que fragiliza a economia tornando-a suscetível a uma crise.

De acordo com Silva (2010),



Pode-se definir “bolhas” nos preços dos ativos como situações em que o preço de mercado de um determinado ativo financeiro aumenta de forma contínua em relação ao preço de oferta de bens de capital. Ou seja, é o acréscimo que não é explicado por um aumento nos custos de produção dos bens de capital (SILVA, 2010, p. 25).

Para entender a ocorrência das bolhas, deve-se observar as flutuações cíclicas que ocorrem no nível de renda e emprego nas fases em que os ciclos econômicos estão expandindo, tendo-se em tais fases uma redução na demanda por moeda além de um aumento no “estado de confiança” dos agentes. É assim procedendo que Silva (2010) nos mostra que os bancos vão ter um aumento do crédito e vai haver um aumento do preço de demanda dos bens de capital, e tais fatores vão levar a um crescimento nos investimentos. Por sua vez, a renda e os lucros vão crescer levando as pessoas a consumirem mais e assim poupar menos, e então o volume de aplicações nos mercados financeiros vai crescer. Com o aumento da demanda por ativos vai haver também um aumento dos preços. Assim sendo, o endividamento vai crescer e fragilizar a economia, aí então a bolha acaba eclodindo em uma crise financeira que pode ser acompanhada ainda por uma recessão econômica.

A eclosão de uma crise financeira pode estar ligada a diversos fatores, dessa forma, o seu entendimento deve ser feito através de análises que incluam a arquitetura do sistema internacional, como desregulamentação financeira, por exemplo, mercados mais abertos ou fechados, a forma pela qual o governo promove sua economia, entre outros. Diversas crises financeiras se deram no cenário internacional ao longo dos anos e para entender tais crises é importante observar a forma pela qual o sistema financeiro internacional é conduzido.

O sistema monetário internacional pode ser basicamente entendido como o conjunto das instituições e acordos financeiros que regulam o mercado internacional ao longo dos anos e assim as relações comerciais entre os Estados. Tal sistema é moldado por orientações geopolíticas das potências dominantes, fazendo com que ele passe por alterações no decorrer dos anos e sofra períodos de crise, em uma busca pela sua melhoria.

O estudo do sistema monetário internacional e sua evolução vem ganhando importância cada vez maior, sendo relevante para através da identificação da arquitetura do sistema se analisar potenciais riscos sistêmicos e mecanismos de supervisão e regulação, como Maryse Farhi e Marcos Cintra (2009) apontam.

No próximo capítulo será então realizada uma breve descrição do sistema financeiro internacional nas últimas décadas, observando-se os fatores relacionados à eclosão da crise financeira norte-americana atual, identificando os aspectos da estrutura do sistema financeiro internacional que podem tornar o próprio sistema instável, observando-se ainda o desenrolar da crise nos Estados Unidos, e brevemente na zona do Euro e nos países emergentes.

### 3. O processo histórico da crise financeira atual

Até o início do século XX, o sistema financeiro internacional era baseado no padrão-ouro, padrão este plenamente adotado por países como Grã-Bretanha, Alemanha, França e Estados Unidos. Esses países estavam tendo grande importância no cenário internacional, o que levou outros tantos países a também adotarem o padrão-ouro posteriormente. A credibilidade desse padrão residia na confiança que os demais países tinham na Grã-Bretanha, de que ela cooperaria com eles em caso de necessidade (Eichengreen, 2000).

De acordo com Carlos Medeiros e Franklin Serrano (1999), através do padrão libra-ouro se permitia o desenvolvimento industrializante e “para fora”, sendo então liderado pelo Estado e voltado para o mercado interno, no sentido de expandi-lo e protegê-lo, além de ser um desenvolvimento que complementava a produção da Grã-Bretanha, baseada nas *commodities*. O que se teve então neste período (1819-1914) foi a Grã-Bretanha mantendo paridade entre sua moeda e o ouro.

Barry Eichengreen (2000) mostra que com a Primeira Guerra Mundial houve escassez de moedas de ouro, e o padrão-ouro foi praticamente suspenso, sendo retomado apenas após o fim da guerra, com a tentativa de um novo padrão-ouro. A partir daí, tem-se que a circulação do ouro era limitada e que os meios para a transição não eram os mais adequados. Os balanços de pagamentos dos países estavam apresentando déficits, com redução na oferta de ouro e perdas cambiais.

Medeiros e Serrano (1999) mostram que após a Primeira Guerra Mundial, com os Estados Unidos substituindo progressivamente a Inglaterra, foram se dando modificações no sistema financeiro internacional, visto que os Estados Unidos representavam um papel diferente em tal sistema, realizando menos importações que a Inglaterra e sendo mais competitivo com os demais países. Além disso, a sequência de crises que se deu dificultou ainda mais a retomada do padrão ouro-libra como se tinha antes, especialmente com a recessão que houve com a crise financeira de 1929, que atingiu diversos países.

Em 1931, a conversão ao padrão-ouro foi suspensa na Inglaterra que adotou novos padrões cambiais, sendo seguida por outros países, como mostrado por Eichengreen (2000). Poucos anos depois foi a vez dos Estados Unidos, que abandonou o padrão-ouro, adotando taxas flutuantes. Foi adotada a política do New Deal pelo então

presidente Franklin Roosevelt, promovendo intervenção estatal na economia e abandonando assim o liberalismo até então adotado. Houve então o colapso do padrão-ouro e os países periféricos foram abandonando-o também.

Alguns anos depois, com o fim da Segunda Guerra Mundial,

Em 22 de julho de 1944, concluíu-se em Bretton Woods, no estado norte-americano de New Hampshire, um processo iniciado quase três anos antes com a elaboração, quase simultânea e independente, dos planos elaborados nos Estados Unidos da América, por Harry Dexter White (março de 1942), e no Reino Unido, por John Maynard Keynes (setembro de 1941), para a organização do sistema monetário internacional que deveria suceder à Segunda Guerra Mundial, então em plena configuração (COZENDEY, 2013, p. 13).

Durante o regime de Bretton Woods o câmbio fixo tornou-se ajustável, estando submetido a algumas condições específicas. Além disso, os fluxos de capital internacional podiam ser controlados, e Eichengreen (2000, p. 131) destaca que além da criação do Banco Mundial, “uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional (FMI), foi criada para monitorar as políticas econômicas nacionais e oferecer financiamento para equilibrar os balanços de pagamentos de países em situações de risco”.

Ainda de acordo com Eichengreen (2000), o sistema de Bretton Woods se diferenciava do padrão ouro visto que o câmbio fixo se tornou ajustável; no novo sistema eram aceitos controles que limitavam os fluxos de capital internacional; além da criação da instituição anteriormente mencionada, Fundo Monetário Internacional, para monitorar as políticas econômicas dos Estados além dos financiamentos que eram concedidos a países com economias em risco.

De acordo com Medeiros e Serrano (1999), esse período foi marcado pelo conflito geopolítico entre URSS e Estados Unidos. Além desse conflito, foi nesse período também que os Estados Unidos se consolidaram como supremacia industrial, comercial, financeira e militar no bloco capitalista.

Circunstâncias especiais como a abertura unilateral do mercado americano; a manutenção de taxas de câmbio desvalorizadas, favoráveis à competitividade dos aliados dentro do sistema de Bretton Woods; tolerância com políticas de proteção tarifária e não-tarifária; missões de ajuda técnica e o forte estímulo à expansão das multinacionais americanas, ajudaram a aliviar a restrição externa nesses países. Isto permitiu aos países europeus e ao Japão, rapidamente, a adoção de um regime de conversibilidade ao dólar e

viabilizou uma onda de supostos “milagres” nacionais de reconstrução e/ou crescimento econômico (MEDEIROS; SERRANO, 1999, p. 133).

Esses mesmos autores apontam que tal período foi então propício ao crescimento acelerado do mercado americano e dos países aliados, devido às condições externas que foram criadas. Os Estados Unidos acreditavam que a expansão da economia dos seus aliados e a reconstrução da economia regional na Europa Ocidental e no sudeste Asiático eram fundamentais para o crescimento da economia mundial, além de serem necessários para o isolamento da URSS, para que assim a moeda americana se firmasse como moeda internacional.

No entanto, o sistema passou a sofrer problemas, os Estados Unidos precisaram aumentar a emissão do dólar para financiar o déficit orçamental, e os demais países enfrentavam dificuldades para equilibrar seu balanço de pagamentos, especialmente devido ao aumento do preço do ouro, ao qual o dólar estava ligado, pois se viam obrigados a emitir da própria moeda para manter o câmbio fixo gerando inflação.

Os anos 70 são caracterizados pelo crescimento da inflação internacional, pelo desmonte do regime de taxas de câmbio fixas porém reajustáveis de Bretton Woods, pela redução do crescimento nos países centrais e posterior mudança do compromisso keynesiano do pleno emprego. O dólar se desvaloriza em relação ao iene e ao marco, e ocorre forte elevação dos preços relativos do petróleo e das matérias-primas. Destacam-se também a expansão acelerada do crédito privado, decorrente da internacionalização dos bancos americanos e do mercado de “eurodólares”, a expansão extraordinária da renda petroleira e a reestruturação industrial e deslocamento de capitais alemães e japoneses em suas respectivas áreas de expansão. (MEDEIROS; SERRANO, 1999, p. 136)

A crise do sistema de Bretton Woods permitiu, de certa forma, a expansão do circuito financeiro “internacionalizado”, visto que estimulava operações de empréstimos e depósitos que os Bancos Centrais não conseguiam controlar. A fonte para esse tipo de operação vinha da oferta de dólar que excedia a demanda, e também do primeiro choque do petróleo e a reciclagem dos petrodólares, aumentando assim a oferta de crédito internacional. A partir daí vai ser possível a ocorrência de uma série de transformações financeiras, com desregulamentação e securitização (BELLUZO, 2009).

É neste ambiente de instabilidade financeira e “descentralização” do sistema monetário internacional que ocorrem as transformações

financeiras conhecidas pelas designações genéricas de globalização, desregulamentação e securitização (BELLUZZO, 2009, p. 55).

### **3.1. Desregulamentação do sistema financeiro**

O período entre 1947 e 1973, com o sistema de Bretton Woods, foi então caracterizado pela expansão comercial. Durante esses anos, ficou estabelecido que os bancos não poderiam exercer especulação, e o sistema internacional passou basicamente trinta anos sem sentir uma crise generalizada.

De acordo com Belluzzo (2013), a partir dos anos 1970 o que se observa é um aumento dos juros para controlar a inflação, recuperação da força do dólar como moeda de reserva e de seu papel nas transações comerciais e financeiras, implicando em profundas alterações na estrutura e na dinâmica da economia mundial.

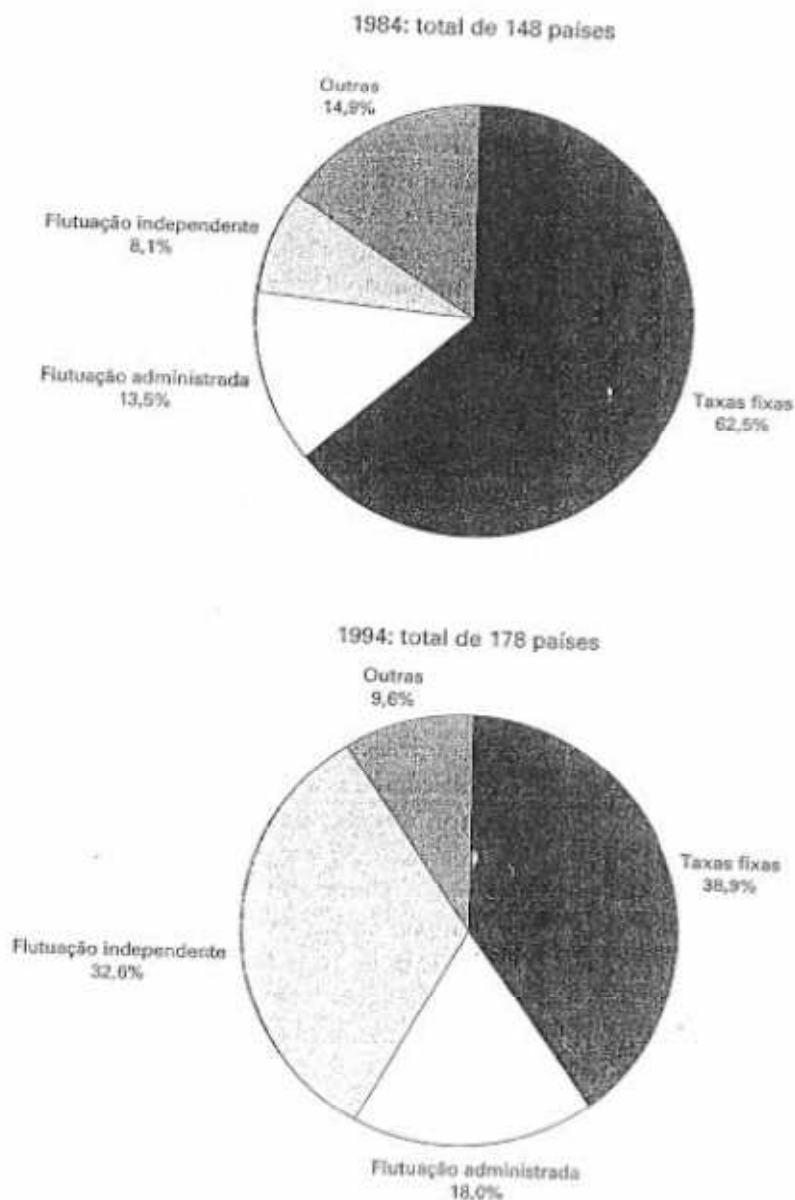
Belluzzo (2013) coloca que nas duas décadas seguintes os Estados Unidos promoveram as políticas de abertura comercial, assim suas empresas encontraram o caminho mais rápido para que houvesse a migração produtiva, e seus bancos ficaram com a função de gestores da finança e das moedas universais.

Entre os anos 1980 e 1990, os EUA não só pressionaram os parceiros a promover a liberalização das contas de capital como também executaram políticas que favoreceram a valorização do dólar, o que reforçou o movimento de migração da grande empresa para espaços econômicos mais favoráveis à “competitividade”. A partir daí o mundo presencia um movimento de transformação na divisão internacional do trabalho (BELLUZZO, 2013, p. 130).

Houve excitação dos ciclos de crédito e formação de bolhas nos mercados de ativos por conta da associação entre liberalização das contas de capital e da desregulamentação financeira, Belluzzo (2013) aponta que daí vem então uma sucessão de crises bancárias, cambiais e de endividamento soberano na periferia.

O que ocorreu então foi que as atividades bancárias começaram a passar por um processo de desregulamentação nos anos 1970, dando início ao período conhecido como o regime de Wall Street. A partir daí, as taxas de câmbio puderam ser flutuantes e o ouro utilizado apenas como mercadoria, não mais como referência para taxa de câmbio. Além disso, houve uma ampliação no grau de abertura entre os países e também uma eliminação da segmentação dos mercados.

Gráfico 7: Políticas de Câmbio em 1984 e 1994 (porcentagem do total mundial)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, fevereiro de 1985 e maio de 1995 apud Eichengreen (2000)

Como se observa no Gráfico 7, no ano de 1984, de um total de 148 países, 62,5% deles adotavam um regime de taxa de câmbio fixa, 13,5% flutuação administrada e 8,1% flutuação independente. Já em 1994, observa-se uma mudança na configuração das políticas de câmbio. O regime de taxa fixa de câmbio agora alcançava 38,9% do total de 178 países, enquanto o regime de flutuação independente já chegava a 32,6% do total.

Tais mudanças estimularam especialmente o mercado de capitais nos Estados Unidos. Sabe-se que tal mercado é tradicionalmente menos regulado que o setor

bancário, e, além disso, o mercado de capitais norte-americano era o mais maduro e promissor na época da desregulamentação (HERMANN, 2008).

Com essas mudanças nas políticas monetárias, veio então o aumento rápido e intenso no fluxo de capitais, apesar das incertezas existentes nesse sistema. De acordo com Belluzo (2009), a desregulamentação financeira fez com que os bancos comerciais voltassem a operar como supermercados financeiros, se valendo de securitização de créditos, visto que tal desregulamentação trazia novas regras que davam maior liberdade aos bancos para este tipo de atuação. As operações de securitização de dívidas estreitaram então as conexões entre os mercados de crédito e de capitais, pois as negociações no âmbito deste último dependem do desempenho do primeiro.

Hermann (2008) ressalta que tal cenário que se instaurou fez com que ações preventivas e de socorro de liquidez em tempo hábil fossem dificultadas, observando ainda que a rapidez de reação dos mercados a sinais de alerta torna provável que uma crise inicialmente setorial acabe se tornando uma crise sistêmica, com extensos efeitos macroeconômicos. Sendo assim, com as regras de desregulamentação e o novo cenário financeiro, houve um alargamento da abrangência geográfica do endividamento e das operações de securitização, fazendo com que houvesse uma maior probabilidade de uma crise nacional se transformar em uma crise internacional.

De acordo com Carvalho (2008), a década de 1990 foi marcada então por duas tendências: por um lado, observou-se a inflação doméstica baixa, isso por conta das duras políticas monetárias que foram adotadas na década anterior e que levaram a uma recessão na economia norte-americana, porém foram efetivas para quebrar o ritmo de crescimento de preços. O *Federal Reserve* (FED), banco central dos Estados Unidos, manteve as taxas de juros básicas baixas durante essa década, por conta da baixa inflação, o que fez com que os ganhos das instituições fossem afetados, visto que seus investimentos estavam atrelados à taxa de juros que permaneceu baixa; a outra tendência foi a intensa competição que se instaurou entre os bancos e outras instituições financeiras, dentro do quadro da desregulamentação. Isso por conta da liberdade de operação que tais instituições ganharam com a liberalização financeira no contexto da revolução conservadora liderada por Ronald Reagan e Margareth Thatcher.

Sendo assim, os anos 1990 foram marcados pelos ganhos relativamente baixo dos mercados tradicionais de empréstimos a consumidores, firmas e governos, além da competição entre instituições financeiras e bancos, com ambos buscando novos mercados que lhes prometessem lucros cada vez maiores. No entanto, tais mercados



normalmente oferecem grandes riscos, com grandes chances de perda também (e não só de ganhos), levando à criação de mecanismos para evitar tais riscos, ou pelo menos para aparentar que os riscos estavam sendo evitados, para que assim se pudesse explorar esses mercados (CARVALHO, 2008).

De acordo com Cintra & Cagnin (2007, apud NATARIO, 2009, p. 32), durante esse processo, observou-se então que grande parte da gestão da riqueza migrou das instituições de depósito, que seriam bancos comerciais, bancos de poupança, para os investidores institucionais, a exemplo dos fundos de pensão. Devido então a essa maior participação dos investidores institucionais houve então uma grande expansão no papel exercido pelo mercado de capitais, que combinaria vantagens de proporcionar uma melhor circulação de informações com a redução dos custos de transações além de uma maior racionalidade na distribuição dos riscos. No entanto, deve-se ressaltar que tais mercados de capitais vão estar sujeitos a ondas de euforia e pessimismo dos investidores, o que torna arriscado o funcionamento do sistema financeiro internacional, que fica muito mais instável.

O que se observou então foi que, apesar dos riscos, os mercados dos países emergentes foram explorados. Na década de 1990 foram feitos diversos empréstimos às economias emergentes, no entanto, veio uma sucessão de crises de balanço de pagamentos; a crise do México em 1994 foi seguida pela Ásia, pela Rússia e pelo Brasil, entre outros países, mostrando assim que os mercados dos países emergentes poderiam rapidamente se deteriorar. Além disso, a lucratividade do sistema financeiro dos Estados Unidos não conseguia suporte nos mercados emergentes por estes não serem grandes o suficiente.

Carvalho (2008) aponta que um mercado mais promissor que o dos países emergentes era o mercado de financiamento imobiliário norte-americano, tendo-se o estoque de hipotecas nos Estados Unidos muito alto, sendo metade dele com suporte das empresas para-estatais Fannie Mae e Freddy Mac. No entanto, apesar de ser um mercado promissor, seu crescimento é relativamente lento, trazendo a necessidade de que as instituições financeiras buscassem formas de ampliá-lo mais intensamente que o simples crescimento vegetativo da população, para assim atender as necessidades de tais instituições que estavam em busca de novas fronteiras.

### 3.2. As hipotecas subprime e a securitização

As hipotecas consistem basicamente em empréstimos a firmas ou famílias para a realização de compras de propriedades imobiliárias, como moradia ou terra, e a própria estrutura ou terra vai servir como garantia desses empréstimos, que são um dos principais instrumentos do mercado de capitais norte-americano, sendo o mercado de hipotecas o maior mercado de dívida dos Estados Unidos.

Para as instituições financeiras que buscam novas fronteiras no novo cenário de desregulamentação, o modo encontrado foi a abertura do mercado dos tomadores chamados de *subprime*. Hipotecas residenciais são os contratos para financiamento de compra de residências. Tais contratos são de longa duração e em seus termos tem-se que o próprio imóvel é a garantia do empréstimo, como mencionado anteriormente. O indivíduo que faz o contrato se torna proprietário do imóvel apenas quando o pagamento completo é efetuado, sendo assim, em caso de calote, aquele que financiou apenas retorna o imóvel e tem poder para revendê-lo (CARVALHO, 2008).

Não é de interesse do financiador retornar o imóvel, visto que ele perde a receita de juros sobre o empréstimo, já que acaba tendo que arcar com certas despesas para poder realizar a revenda. Apesar disso, Carvalho (2008) ressalta que os prejuízos são reduzidos quando se retorna o imóvel nos casos de calote. Para que isto não fosse necessário, os financiadores faziam análises dos candidatos ao financiamento observando alguns fatores como sua renda ou suas perspectivas profissionais, e os candidatos que não preenchessem os pré-requisitos não teriam possibilidades de fazer empréstimos, para assim os bancos terem uma maior probabilidade de receber o pagamento de tais hipotecas.

Os candidatos que não atendiam as condições necessárias para receber empréstimos eram justamente aqueles que não teriam renda ou garantias, e assim não representavam para os financiadores um risco aceitável; tais indivíduos vão ser indicados então pelo termo *subprime*.

No entanto, no interesse de aumentar a lucratividade do sistema financeiro internacional, levando-se em conta que essas pessoas que não eram qualificadas para receber empréstimos representavam um mercado potencial significativo, passou-se a buscar um meio para integrar essa parcela da população no mercado, sendo isso de grande interesse também pois esses novos possíveis tomadores de empréstimos seriam também mais lucrativos, visto que por apresentarem maior risco, teriam de pagar taxas

mais elevadas que as do mercado “normal”, ou *prime*, para conseguir tomar um empréstimo (CARVALHO, 2008).

Para que essa parcela da população pudesse ser integrada no mercado, Carvalho (2008) aponta que foram tomados alguns caminhos. Modelos estatísticos na análise de crédito, alimentados com informações quantitativas e que permitem que seja feito um cálculo da probabilidade de sucesso de um empréstimo caso tudo continue como no presente, foram substituindo o juízo mais subjetivo do analista bancário para a concessão de empréstimos.

Do final da década de 1980 até 2006 se observou nos Estados Unidos um período de prosperidade, com apenas duas recessões leves e rápidas. Nesse período, o emprego manteve-se estável ou em crescimento a maior parte do tempo, fazendo com que pessoas que não tinham emprego fixo e que antes seriam descartadas para receber empréstimos, passassem a ser consideradas com uma renda estável, entendendo-se que tais pessoas não tinham emprego fixo mas sempre tinham um trabalho. A partir disso, os novos modelos adotados para análise de crédito sugeririam que, visto que essas pessoas conseguiram emprego no passado, continuariam conseguindo no futuro; em outras palavras, como coloca Carvalho (2008), como a economia dos Estados Unidos foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Tal análise colocou em risco o sistema financeiro, visto que os bancos e as instituições financeiras subestimaram o risco de perda dos empréstimos.

Com o risco de perda dos empréstimos, as hipotecas *subprime* passaram a ser disfarçadas pelos bancos e instituições, em uma tentativa de diminuir os riscos ou pelo menos as aparências do risco, utilizando-se para isso do processo conhecido como securitização. Para entender como funciona tal processo, Carvalho (2008) aponta que:

O modo como isso é feito é relativamente complicado, mas o conceito é simples. Toma-se um certo número de contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, para usar como base, ou lastro, de um título financeiro (cujá remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador de hipoteca). Esse título é, então, vendido para fundos de investimento, famílias ricas, empresas com dinheiro para aplicar, bancos etc. Uma das vantagens desse processo é que o comprador desse papel em geral não tem muita noção do risco que está comprando, porque ele não vê as hipotecas que lhe servem de lastro. (CARVALHO, 2008, p. 27)

Em uma concessão de empréstimos, o mercado imobiliário deveria ser caracterizado pelo que se chama *originar e manter em carteira*, o que significaria que

os empréstimos seriam originados pelo banco e recebidos por ele também. No entanto, no novo cenário financeiro, houve uma modificação nesse mecanismo e os financiadores que originavam os empréstimos repassavam seus recebíveis a outros investidores, se tornando um sistema *originar e distribuir*, promovendo projetos mais arriscados (MOREIRA & SOARES, 2010).

Com esse novo mecanismo, a arrecadação dos empréstimos não seria mais de responsabilidade dos seus financiadores, repassando-se assim também os riscos por tais empréstimos e fazendo com que tais financiadores fossem estimulados a conceder ainda mais empréstimos. Tal mecanismo é justamente a securitização, entendida basicamente como a transferência de carteiras de hipotecas que constitui em uma transformação de um ativo.

Para que esse processo funcionasse, era necessário que o sistema financeiro contornasse o problema da percepção de risco de inadimplência, visto que aqueles compradores dos títulos de securitização poderiam ter perdas financeiras, e então a compra de tais títulos não seria desejada.

Para que os riscos fossem aparentemente menores, Moreira & Soares (2010) apontam que a princípio os títulos lastreados a hipotecas eram subdivididos em cotas ou tranches, para que depois passassem por novas ondas de securitização. Essas cotas representavam diferentes riscos, sendo estes classificados por agências classificadoras de risco como a Fitch, a Moody's e a Standard & Poor's.

No documentário Inside Job<sup>2</sup> é possível observar esse funcionamento das agências classificadoras de risco e do regime de Wall Street como um todo. Ali mostra-se a securitização, e de acordo com Barney Frank, Presidente do Comitê de Serviços Financeiros, aqueles que concediam o empréstimo e faziam a securitização já não corriam mais riscos em caso de calote. No processo, as hipotecas eram passadas dos financiadores aos bancos de investimentos, estes juntavam várias hipotecas para criar os *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), que seriam derivativos, para que assim as agências classificadoras de riscos avaliassem esses derivativos positivamente e assim eles fossem vendidos a investidores para receberem o pagamento das hipotecas.

Quando os títulos apresentavam riscos menores eram classificados como AAA, AA ou A, sendo assim mais atrativos aos investidores. Moreira & Soares (2010) ressaltam que o papel da política monetária norte-americana tornava possível que os

---

<sup>2</sup> INSIDE JOB. EUA, 2010, 104 minutos, direção de Charles Ferguson.

títulos associados às hipotecas fossem altamente rentáveis e assim mais atrativos. Quando os títulos tinham riscos maiores eram por consequência menos atrativos. Em um cenário de regulação adequada e supervisão bancária, esses ativos, reconhecidos como mais arriscados, receberiam então maiores taxas de retorno. No entanto, no cenário de desregulamentação e supervisão inadequada, o processo de securitização se baseou justamente na anteriormente mencionada transformação de títulos arriscados em CDOs, com agrupamento de novos ativos para que fosse feita a produção de uma nova carteira que pudesse ser avaliada como AAA, AA ou A pelas agências classificadoras de risco.

Tal engenharia tem dois grandes problemas associados. Em primeiro lugar, a mesma depende fortemente da manutenção das linhas de crédito de curto prazo para continuar existindo. Em segundo lugar, os papéis que lastreiam essas obrigações, embora avaliados como títulos triplo A – isto é, com baixíssimo risco de não pagamento – acabaram se mostrando um problema, particularmente porque os bancos colocaram no mesmo pacote títulos lastreados em hipotecas de primeira linha e títulos lastreados em hipotecas de segunda linha (SOBREIRA, 2008, p. 43).

Tal processo de securitização e transformação de títulos tem certo sentido pois diluía títulos mais arriscados, diminuindo assim o risco médio da carteira. No entanto, o sistema financeiro como um todo já era instável, visto que os títulos que eram diluídos já haviam passado por processos de transformação em algum momento, tornando as operações com tais títulos ainda mais arriscadas.

A partir da tabela abaixo, observa-se que nos Estados Unidos no ano de 2001, o total das hipotecas emitidas alcançou o valor de US\$ 2,215 trilhões. Deste valor, 8,6% das hipotecas emitidas eram *subprime*, correspondendo a US\$ 190 bilhões. Desse total de hipotecas *subprime*, 50,4% foram securitizadas, correspondendo ao valor de US\$ 95 bilhões. Nota-se então como esses valores subiram até o ano de 2006, no qual as hipotecas emitidas alcançaram o valor de US\$ 2,980 trilhões, sendo desse total US\$ 600 bilhões referentes às hipotecas *subprime*, representando então 20,1% do total. Das hipotecas *subprime*, 80,5% em 2006 eram securitizadas.

Tabela 1: Hipotecas Emitidas nos Estados Unidos (2001-2005)

Em US\$ bilhões

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADA S (C)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Mortgage Finance (2007 apud TORRES FILHO, 2008, p.4)

### 3.3. A “bolha” financeira (2001-2007)

As inovações do mercado financeiro, a securitização de títulos, a popularização de derivativos, a utilização de empréstimos *subprime* (juros mais altos e transferências de riscos via securitização), além dos seguros sobre derivativos tornaram-se ao longo dos anos uma “bomba relógio” que viria a estourar em 2008.

Devido à facilidade de negociação das hipotecas, a demanda aumentou e junto a ela os preços das casas, gerando uma euforia especulativa no sistema imobiliário norte-americano. De acordo com o documentário Inside Job (2010), as hipotecas *subprime*, no período dos dez anos que antecederam a crise, subiram de US\$ 30 bilhões/ano para US\$ 600 bilhões/ano, o que fez com que os lucros dos executivos de Wall Street disparassem, e a euforia crescesse.

Roubini e Mihm (2010) apontam que o *boom* acabou se tornando uma bolha. Tanto os bancos quanto os consumidores estavam assumindo dívidas que iam além de seus limites, pois acreditavam que os preços iriam sempre subir. Para agravar a situação, economistas aprovavam tal tipo de comportamento, apontando que o melhor seria não interferir no mercado.

A AIG (American International Group), uma das seguradoras de Wall Street, utilizava-se de *Credit Default Swaps* (CDSs) para assegurar os derivativos *Collateralized Debt Obligations* (CDOs); para isso os investidores que compravam os

títulos pagavam certo valor a mais para assegurar as suas perdas caso os CDOs falhassem. Além disso, apostas eram feitas contra os CDOs por quem não os possuísse, aumentando os riscos do sistema, o que só se agravou ainda mais por conta da desregulamentação do sistema financeiro, que não obrigava a AIG ou outras seguradoras a reservar capital para cobrir possíveis perdas.

Ao final de 2006, Goldman (Sachs) tinha levado as coisas um passo adiante. Eles não apenas vendiam os CDOs tóxicos, eles começaram ativamente a apostar contra eles, ao mesmo tempo em que diziam aos clientes que eram investimentos de alta qualidade. Através da compra de Swaps de Crédito da AIG, Goldman poderia apostar contra CDOs que eles não possuíam, e receber dinheiro quando os CDOs fracassassem. (...) Então, em 2007, Goldman foi ainda mais longe. Eles começaram a vender CDOs especificamente criados, de modo que quanto mais dinheiro seus clientes perdessem, mais dinheiro o Goldman Sachs ganharia. (Inside Job, 2010)

Com essa desregulamentação, o setor de créditos passa a fazer negócios cada vez mais arriscados e há uma monopolização deste setor e do setor financeiro, onde grandes firmas passam a ter controle de grande parte do sistema. Porém devido à desregulamentação do setor se as grandes firmas quebrassem todo o sistema estava ameaçado a quebrar junto com as mesmas. De fato, o setor torna-se mais lucrativo e poderoso, mas passa a se concentrar em cinco bancos de investimento<sup>3</sup>, dois conglomerados financeiros<sup>4</sup>, três seguradoras<sup>5</sup> e três classificadoras de risco<sup>6,7</sup>. Além disso, o risco global também se elevava por conta da busca por lucros em curto prazo, que eram incentivados pelo setor financeiro.

Através do Gráfico 8, pode-se observar como os bônus anuais em dinheiro dispararam em Wall Street no período da “bolha”. Os agentes de Wall Street, operadores e diretores, se tornaram extremamente ricos nesse período. O diretor do Lehman Brothers, que foi o maior subscritor das hipotecas *subprime*, aumentando sua conta bancária pessoal em US\$ 485 milhões (Inside Job, 2010).

---

<sup>3</sup> Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns.

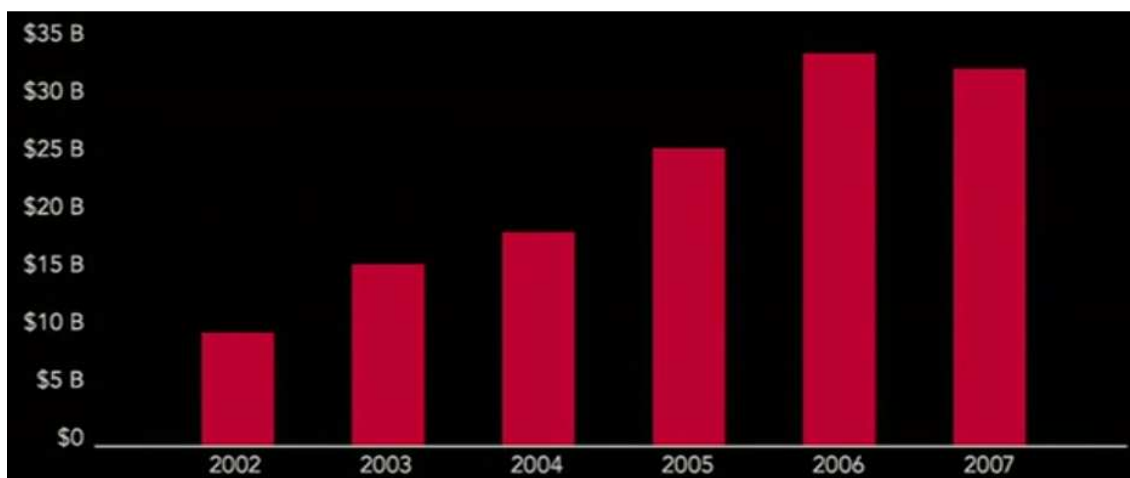
<sup>4</sup> Citigroup e JP Morgan.

<sup>5</sup> AIG, MBIA, AMBAC.

<sup>6</sup> Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

<sup>7</sup> Informações sobre os bancos de investimento, conglomerados financeiros, seguradoras e classificadoras de risco podem ser obtidas através do documentário “Inside Job”.

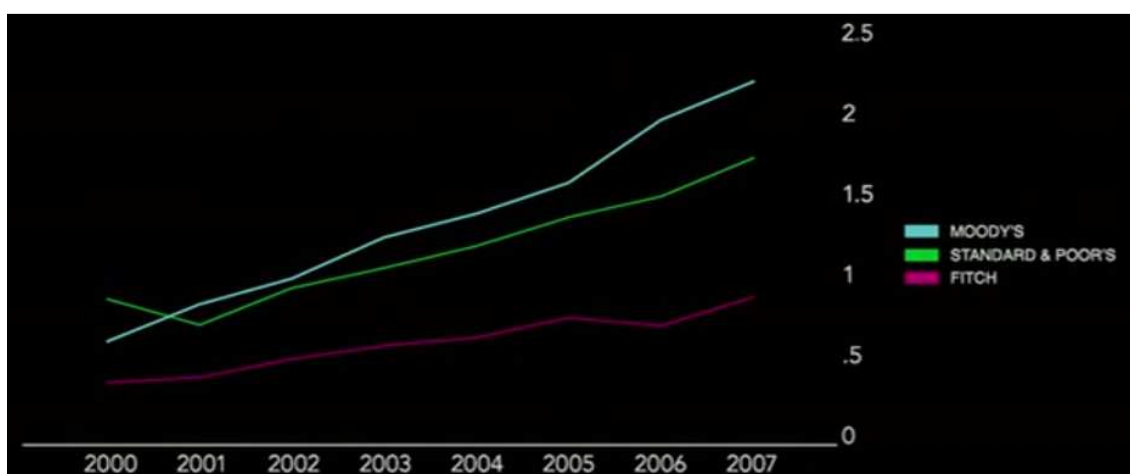
Gráfico 8: Bônus de Wall Street (em bilhões), 2002 – 2007



Fonte: Inside Job (2010)

Como se pode observar no Gráfico 9, os lucros das três agências de classificação de risco – Moody's, Standard & Poor's e Fitch – cresceram muito do ano de 2000 até 2007. Tais lucros dessas agências se deram por conta das altas classificações que as mesmas davam para títulos arriscados. Moody's foi a agência que mais cresceu, no período da “bolha” ela chegou a quadruplicar seus lucros, como se observa no gráfico. O que ocorreu foi que as classificadoras de risco recebiam bilhões de dólares por altas notas para os títulos, e caso não o fizessem não receberiam nada (Inside Job, 2010).

Gráfico 9: Lucro das agências classificadoras de risco (2000-2007)

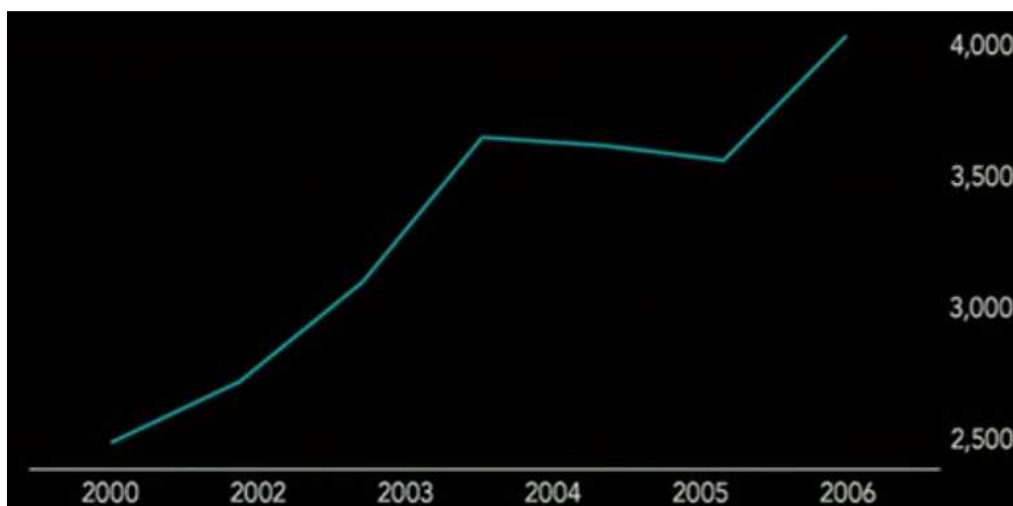


Fonte: Inside Job (2010)



Devido a isso, o que se observou no período de 2000 – 2006 foi um enorme crescimento dos títulos classificados como AAA, como se pode verificar no Gráfico 10 abaixo.

Gráfico 10: Novas Classificações AAA (2000 – 2006)



Fonte: Inside Job (2010)

O que aconteceu durante o período da bolha foi um momento de euforia, no qual os agentes ligados à Wall Street – bancos comerciais, bancos de investimento, administradores dos fundos de pensão, fundos mútuos, *private equity funds*, fundos de hedge – acreditavam que estavam protegidos contra os riscos de mercado, de liquidez e de pagamentos, tinham essa convicção de que mesmo que houvesse algum tipo de problema eles não seriam atingidos (BELLUZZO, 2013).

### 3.4. A atual crise financeira

O que se percebe após o fim de Bretton Woods é uma sequência de eventos e crises capitalistas, que acabaram eclodindo em uma crise no epicentro da economia mundial, que foi a crise imobiliária norte-americana em 2008. De acordo com Belluzzo (2009), os antecedentes de tal crise mostram que a desregulamentação financeira que ocorreu acabou rompendo os diques impostos à ação dos bancos comerciais, estes passaram a se valer da “securitização” de créditos, facilitando assim o envolvimento dos bancos comerciais com o financiamento de posições nos mercados de capitais e também em operações “fora do balanço” com derivativos.

Houve excitação dos ciclos de crédito e formação de bolhas nos mercados de ativos por conta da associação entre liberalização das contas de capital e da desregulamentação financeira, Belluzzo (2013) coloca que daí vem então uma sucessão de crises bancárias, cambiais e de endividamento soberano na periferia.

Frenkel (2013), assim como Belluzzo, aponta uma onda de crises a partir dos anos 1970, período no qual duas ondas de crises financeiras atingiram as economias de países emergentes. A primeira teria atingido a América Latina nos anos 1980 e a segunda teria sido iniciada no México em 1995, e se seguido no Brasil em 1998, na Argentina em 2001 e no Uruguai em 2002.

Com relação às crises que se desencadearam na zona do euro, Frenkel (2013) mostra que as mesmas surgiram em consequência à crise imobiliária norte-americana, visto que os sistemas financeiros nacionais na Europa estavam expostos aos ativos tóxicos dos Estados Unidos, e quanto maior essa exposição, maiores os impactos iniciais nas economias nacionais.

A maioria das crises começa com uma bolha, na qual o preço de um ativo ultrapassa seu valor real. Muitas vezes, as bolhas de ativos andam *pari passu* com um acúmulo excessivo de endividamento, consequência dos empréstimos tomados por investidores ansiosos por participar do boom. Não por acaso, as bolhas de ativos estão associadas a um crescimento excessivo de oferta de crédito, que pode ser consequência de uma supervisão e uma regulamentação negligentes do sistema financeiro, ou de uma política fiscal frouxa do banco central (ROUBINI & MIHN, 2010, p. 25).

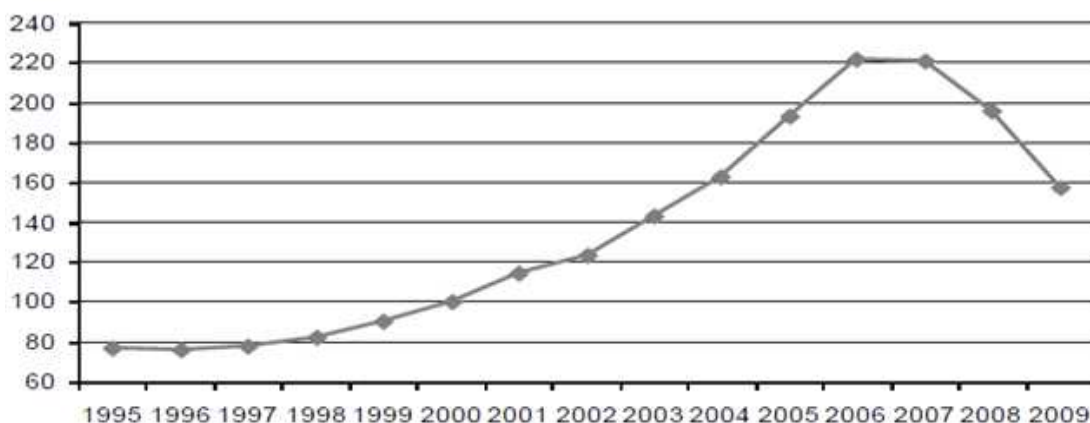
O que se observa nos Estados Unidos é que o momento de euforia é revertido quando o crescimento da demanda que estava impulsionando as firmas financeiras cessa e a oferta acaba superando a procura. A situação então foi se modificando no mercado imobiliário norte-americano, e as vendas começaram a diminuir em 2006, fazendo assim com que os preços caíssem. Em situações como esta, com queda de demanda, poderia haver apenas uma redução do crescimento econômico como consequência, porém o agravante da situação eram as hipotecas *subprime* que precisavam de manutenção através da contratação de novas hipotecas (MOREIRA & SOARES, 2010).

Como se pode observar no Gráfico 11, os preços das residências que aumentaram significativamente no decorrer dos anos 2000, começaram a cair a partir de 2006. No ano de 2007 observou-se uma queda de mais de 20% nos preços das

residências nos Estados Unidos. E nos anos seguintes a queda nos preços continuou sendo verificada.

Acompanhando essa queda na demanda, os preços das residências começaram a ceder ao final de 2006. Com isso, ficou mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, o que levou a uma onda de inadimplência. De acordo com o *Le Monde Diplomatique* de setembro de 2007, 14% dos tomadores de empréstimo *subprime* se tornaram inadimplentes no primeiro trimestre de 2007. (TORRES FILHOS, 2008, p. 7)

Gráfico 11: Índice de preços das residências nos Estados Unidos (janeiro de 2000 = 100), 1995-2009



Fonte: Standard & Poor's, Índice Nacional Case-Schiller. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com>

Sendo assim, com a queda nos preços dos imóveis, as opções de refinanciamento de hipotecas foram suspensas, levando a atrasos nos pagamentos e por fim a um número cada vez maior de inadimplências. A crise inicialmente imobiliária se alastrou para o sistema financeiro, pois por conta das novas regras estabelecidas com a desregulamentação o mercado financeiro possuía uma baixa transparência das suas operações, com assimetria de informações.

A associação entre essa baixa transparência com a assimetria de informações levou a uma limitação do poder de decisão dos agentes do sistema financeiro, visto que sua visão acabava sendo prejudicada por conta desses fatores.

O que houve então foi uma corrida contra ativos (imóveis, ações, etc.) ao mesmo tempo em que havia uma corrida bancária. Como consequência, o sistema financeiro passou por uma deflação nos preços dos ativos além de uma acentuada restrição de crédito (MOREIRA & SOARES, 2010).

A fuga dos ativos, em especial do mercado acionário, representou o declínio de uma importante fonte de financiamento das empresas, principalmente daquelas estabelecidas nos Estados Unidos. Da mesma forma, a corrida aos bancos conjuntamente com as chamadas de margem e a inviabilidade da rolagem de dívidas resultaram numa crise de liquidez. Logo, os bancos não podiam, ao menos temporariamente, cumprir seu papel de intermediação financeira. Conforme Marion (1999), a corrida bancária impõe custos reais à economia porque resulta na eliminação precoce de investimentos produtivos. (MOREIRA & SOARES, 2010, p. 16)

Já em 2008 o não pagamento de hipotecas tornou-se maior, levando à falência da cadeia de securitização; o mercado de derivativos e imóveis quebrou. A crise teve o seu estopim com a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, e levou ao desmantelamento de todos os grandes bancos de investimentos de Wall Street.

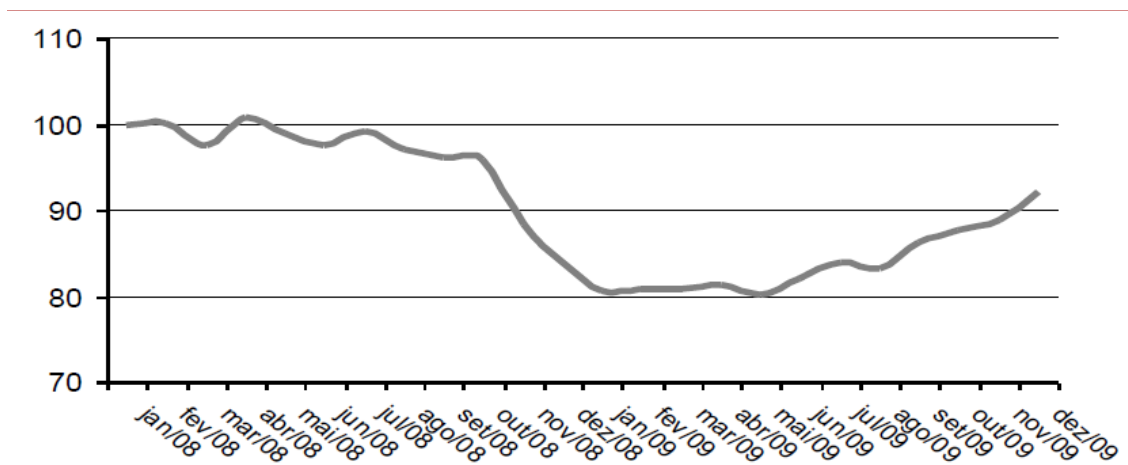
Os mercados globais de crédito e também a maioria dos empréstimos do mundo foram congelados. As hipotecas *subprime* com seus títulos “podres” ou “tóxicos” eram o centro do problema, pois os investidores e financiadores, como mencionado anteriormente, agiam como se os preços dos imóveis nunca fossem cair. Os investidores das carteiras de hipoteca agora possuíam títulos sem nenhum valor e ficaram sem capacidade de pagar suas obrigações (HARVEY, 2011).

Segundo Harvey (2011), funcionários e banqueiros do Tesouro exigiram 700 bilhões de dólares para socorrer o sistema bancário. Então o Congresso, e em seguida o presidente George Bush, cederam e o dinheiro foi enviado para as instituições financeiras consideradas “grandes demais para falir”, visando amenizar o efeito dominó que estava se instaurando. Mas como os sistemas financeiros eram bem mais complexos e interligados, a crise não demorou a se intensificar pelo mundo inteiro.

As expectativas de consumidores e investidores foram afetadas negativamente por conta das incertezas que agora pairavam no sistema financeiro. Mudanças de comportamento ocorreram e passaram a agravar ainda mais a dinâmica da economia. As famílias passaram a tentar poupar mais e assim diminuíram o consumo; por sua vez, tal congelamento do consumo afetou os investimentos, que foram caindo cada vez mais.

O comércio mundial foi fortemente afetado pela crise do sistema financeiro internacional. Como se pode observar através do Gráfico 12, o comércio mundial chegou a cair até 20% durante o ano de 2008, por conta da queda na demanda mencionada anteriormente.

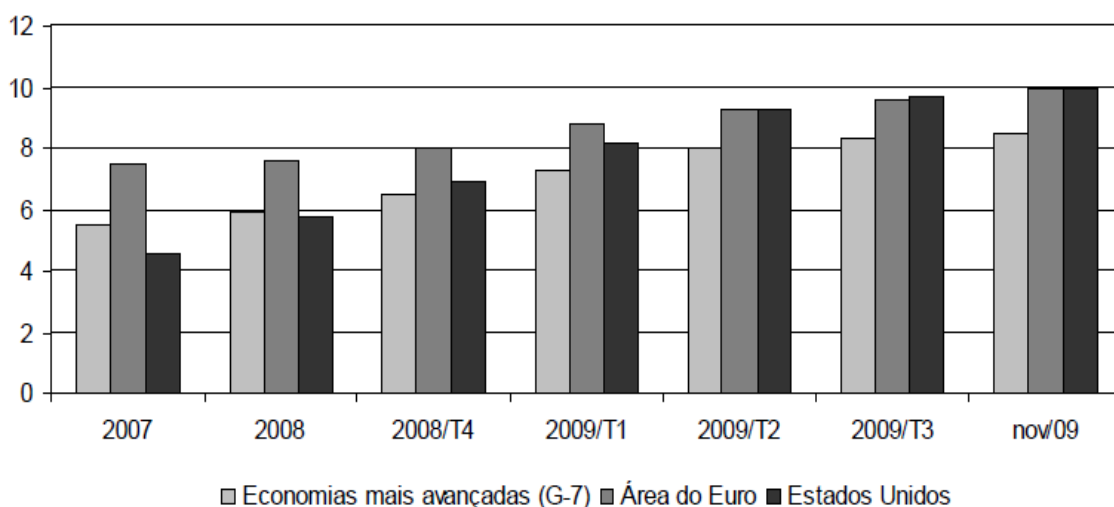
Gráfico 12: Volume do comércio mundial (janeiro/2008 = 100), janeiro/2008 – dezembro/2009.



Fonte: World-trade monitor. Disponível em <<http://www.cpb.nl>>

Além de afetar o comércio mundial, a crise financeira atingiu também os níveis de emprego, e não só nos Estados Unidos como também em outras economias mais avançadas. Como se observa no Gráfico 13, no período entre 2007 e novembro de 2009, a taxa de desemprego nos Estados Unidos chegou a aumentar mais de 5%. No caso das economias do G7 observa-se o desemprego aumentando cerca de 3% e no caso europeu pouco mais de 2%, mostrando que o agravamento maior era nos Estados Unidos.

Gráfico 13: Taxa de desemprego entre 2007 – 2009 (em % da população economicamente ativa)



Fonte: OECD (2009b)

Com a crise norte-americana atual pôde-se então observar as mais diferentes fragilidades existentes na estruturação do sistema financeiro internacional, como bem relembra Belluzzo (2009).

O entusiasmo quase generalizado com a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros deu lugar à recriminação e à busca de culpados. Agora já são muitos os que criticam as interpretações convencionais que atribuíam as crises financeiras e cambiais à má gestão monetária e fiscal dos governos. (BELLUZZO, 2009, p. 292)

Nova York e Londres, dois dos maiores circuitos financeiros do mundo, foram interrompidos, o que fez com que os fluxos internacionais de crédito fossem paralisados impactando negativamente na acumulação de capital e evidenciando assim como os agentes do sistema estavam interligados. A crise revelou então o caráter desigual, volátil e instável do sistema financeiro e monetário internacional, mostrando ainda como diversas economias no mundo eram subordinadas e dependentes das políticas econômicas norte-americanas.

Cada país foi impactado de forma diferente com a crise financeira norte-americana, fatores como a exposição dos bancos a ativos tóxicos e a posição adotada pelo governo com medidas para enfrentar a crise foram diferenciais nas economias nacionais.

### **3.5. Impactos da crise norte-americana na zona do Euro e nos países emergentes**

Os impactos da crise financeira atual puderam ser sentidos em várias partes do mundo. Por ter uma grande relação econômica com os Estados Unidos, dependente dos fluxos de capitais norte-americanos, a Europa teve seus mercados financeiros fortemente pressionados pela crise. Para enfrentar tal crise, o continente europeu relutou em adotar algumas medidas, demorando a diminuir a taxa de juros ou a aumentar a liquidez do sistema.

No período do *boom* anterior à crise, os gastos públicos foram incentivados havendo um considerável crescimento dos mesmos na zona do euro. Ao longo da crise, o que se tem é que nos acordos para a criação do euro não se definiu um empréstador de última instância.

Devido à demora dos governos da região do euro em adotar medidas para conter a crise a situação foi sendo agravada, tendo-se ainda um governo alemão pouco propenso a ajudar os países com dificuldades.

A estratégia alemã consistiu em baratear seus produtos de exportação (especialmente pela contração salarial, uma vez que vem, de algum tempo, perpassando inclusive governos nominalmente social-democratas, como o de Gerhard Schroeder) ao invés de ampliar sua demanda agregada. Com isso, (...) a recuperação alemã acabou se apoiando, pelo menos em parte, na geração de superávits em conta corrente que tem como contrapartida os déficits verificados na periferia da área euro, o chamado Club Med, composto por Grécia, Portugal, Espanha e Itália. Sem a possibilidade de se valer da política cambial e da monetária (perdas para o Banco Central Europeu, com a criação do euro), só resta a esses países a contração fiscal. A virtude alemã é paga com o empobrecimento da periferia do euro, o que, fatalmente, acabará se voltando contra a própria Alemanha em algum momento (CARVALHO, 2010, p. 13).

A situação da zona do euro foi se agravando e a pressão nos mercados financeiros foi aumentando na medida em que agências classificadoras de risco praticaram uma diminuição da classificação de risco de crédito na Espanha, Grécia e em Portugal. Houve então uma desaceleração das economias por toda a União Europeia.

As nações menos desenvolvidas da zona do euro buscaram manter o nível de emprego para manter a economia e a política estáveis. No entanto, nações mais desenvolvidas, especialmente a Alemanha, como apresentado anteriormente, tentaram disseminar sua estratégia para sair da recessão. Tal estratégia alemã não dava espaço para uma política de cunho keynesiano que aumentasse a demanda e assim aumentasse o poder de compra por toda a zona do euro.

Para piorar a situação na União Europeia, a Grécia não conseguia superar a crise e empréstimos tiveram de ser tomados para tentar contornar o problema. Pelo fato de ser adotada uma moeda única na zona do euro, não havia a possibilidade de a Grécia desvalorizar a sua moeda para ajudar a conter a crise, tendo então que recorrer a medidas como corte de salários.

Como era a Grécia e não, propriamente, a Zona do Euro que tentava se financiar mediante empréstimos, os mercados financeiros tiveram a oportunidade de expressar sua descrença na capacidade da Grécia se reequilibrar. Diante da impossibilidade de desvalorizar sua moeda, a Grécia só podia recuperar o equilíbrio fiscal e comercial cortando drasticamente os salários – para níveis que iriam fomentar

descontentamento social, greve e resistência. O primeiro-ministro Papandreu recorreu à Comunidade Europeia em busca de ajuda, mas ao final recebeu apenas um pacote de garantias de empréstimos temporários da Comunidade e do FMI. O “rombo” estrutural da economia grega permaneceu (DYMSKI, 2010, p. 22).

Além da situação na Grécia, Espanha e Portugal também passaram e ainda passam por problemas, tendo que reduzir os gastos públicos e ainda aumentar os impostos e manter a austeridade fiscal, fazendo com que o desemprego continue elevado e a demanda baixa.

Diante desse quadro na zona do euro, Gary Dymski (2010) aponta razões que mostram que tal região seria um experimento fracassado. Primeiro, a estratégia das nações desenvolvidas para infundir competitividade por toda a Europa não vai funcionar para todos os países. Segundo, a estratégia keynesiana para aumentar a demanda não pode ser implementada sem que todos os países da União Europeia concordem em relaxar suas próprias regras. Terceiro, a intensa competição entre os mercados financeiros na zona do euro foi obstáculo para que houvesse controle e regulação dos bancos.

No caso dos países emergentes por todo o mundo, foram vários os canais de transmissão para que houvesse a disseminação da crise. A princípio, quando a crise financeira eclodiu nos Estados Unidos ela começou a atingir outros países. No entanto, tal crise atingiu o nível sistêmico apenas após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers. (PRATES, 2010)

O efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão – que derivam das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas –, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários). Assim, não se confirmou a hipótese do “descolamento” (*decoupling*), defendida por vários analistas – segundo a qual os países emergentes asiáticos e latino-americanos, com situação externa e fiscal favorável, elevadas reservas cambiais e inflação sob controle, seriam capazes de sustentar seu dinamismo econômico após a eclosão da crise (PRATES, 2010, p. 53)

Dessa forma, observa-se que a internacionalização do sistema financeiro vem alterando ao longo dos anos a forma como se dão as relações entre as economias



nacionais. Como se viu, a crise financeira atual mostrou uma série de deficiências na arquitetura do sistema financeiro, evidenciando assim que reformas deveriam ser realizadas para que a estabilidade possa ser garantida, como será apresentado no capítulo seguinte.

## **4. Propostas de reforma do Sistema Financeiro Internacional**

A crise financeira que eclodiu em 2008 ganhou dimensões sistêmicas, sendo diferenciada de outras crises por ter eclodido no centro do sistema econômico e levantado debates sobre a arquitetura do sistema financeiro internacional e suas falhas, com suas economias complexas e interligadas.

A propagação da atual crise foi muito rápida, atingindo diversos países por conta da economia globalizada, mostrando assim uma fragilidade no sistema financeiro internacional vigente. Deos (2012) mostra que havia uma autorregulamentação supervisionada no regime de regulação bancária, e que tal forma de regulação não seria adequada para um mercado financeiro complexo e interligado como o atual.

Silva (2013) mostra que o que se discute não é uma reforma no sistema monetário internacional, visto que a moeda meio de circulação mundial provavelmente continuará sendo o dólar, mas sim uma reforma do sistema de reserva global. A função de reserva de valor do dólar vem sendo cada vez mais contestada e rejeitada visto sua instabilidade que vem se acentuando, especialmente após a crise financeira atual. Uma alternativa debatida seria a adoção da moeda fiduciária do FMI, direito especiais de saques (DES), para assumir a função de unidade de conta e reserva de valor.

O que se observa então é que o sistema financeiro internacional foi marcado não só pela globalização, mas também pela desregulamentação financeira pós – Bretton Woods, com diferentes agentes, bancos de investimento, agências de classificação, que participaram da eclosão da crise financeira atual.

Com a crise, o mundo passou por um período de grande desestabilidade, com altos índices de desemprego, a qualidade de vida caiu, salários passaram a ser mais baixos, entre outros fatores. Tal instabilidade mostrou que se faz necessária uma pressão para reforçar a coordenação internacional e uma necessidade de reformas profundas na arquitetura do sistema financeiro internacional.

### **4.1. O G20 e o Sistema Financeiro Internacional**

No contexto da crise financeira atual foi que surgiu o “novo” G20, visto que de acordo com Carvalho (2012), o agrupamento atual é diferente daquele que se denominava G20 antes da crise. O surgimento do atual G20 se deu com a perplexidade

acerca da rápida propagação e agravamento da crise. Autoridades ainda acreditavam que era possível conter a situação, mas a recusa em socorrer algumas instituições fez com que a situação piorasse e a crise se alastrou.

Deos (2012) aponta que com a eclosão da crise atual houve pressão política para que se ampliasse e reforçasse o sistema de coordenação internacional, isso pois era necessário que os países promovessem ações articuladas para que assim se pudesse enfrentar a crise e prevenir contra crises futuras. Para isso, reformas profundas na arquitetura do sistema internacional se fazem fundamentais, além de uma regulamentação e supervisão do sistema.

A crise, como se sabe, tornou-se global, com racionamento da oferta de crédito nos Estados Unidos e na Europa, além de ter ocorrido um aumento dos juros e da volatilidade dos mercados monetários internacionais, e assim diminuindo o comércio internacional. Dessa forma, viu-se a necessidade de definir um fórum para coordenar as políticas econômicas e assim controlar os danos da crise e combatê-la (CARVALHO, 2012).

Ao tornar-se global, tornou-se evidente a necessidade de definição de um fórum de coordenação de políticas econômicas de controle de danos e combate à crise, de modo a evitar que países buscassem aquelas saídas individuais que ajudaram a tornar a crise dos anos 1930 em uma catástrofe internacional. (CARVALHO, 2012, p. 16)

Em um primeiro momento, ao ser criado o G20 tinha como finalidade mostrar apoio dos países desenvolvidos aos problemas dos países emergentes, além de transmitir lições baseadas na experiência dos países desenvolvidos ou em idealizações para servir de exemplo para as economias emergentes e reforçar a necessidade de reformas para o aumento da sua eficiência, de acordo com Carvalho (2012). O que aconteceu em 2008, no entanto, mudou essa situação, visto que as economias dos países desenvolvidos não poderiam mais ser referência de eficiência e modernidade para as economias emergentes.

Foi então com a crise norte-americana que o G20 teve sua natureza e seu raio de ação modificados para atender as novas necessidades e dar conta da crise, ou pelo menos mostrar que algo estava sendo feito para conter a situação. Carvalho (2012) aponta que o que parece ter ocorrido no âmbito do G20 é que a eficácia do grupo acabou por ser comprometida devido à liberdade de fixação de agendas que a reunião de

líderes políticos permite, ocasionando em dispersão de atenção e interesses, tendo assim o G20 debatendo variadas áreas de interesse.

Apesar dos variados temas discutidos, o foco do G20 é a implantação de mudanças na regulação financeira para promover uma reforma no sistema internacional. O que ocorreu foi que as reuniões do G20 chegavam a conclusões que indicavam que o processo de liberalização tinha sua natureza positiva, e que o erro teria sido que tal processo aconteceu de forma mais acelerada do que deveria, dificultando processos de adaptação. Carvalho (2012) então aponta que no âmbito do G20 o processo de liberalização em si não foi questionado no sentido de ter levado à crise, mas sim que sua intensidade não teria sido correta.

Uma das propostas apresentadas na cúpula do G20 em 2010, mostrada por Deos (2012), foi a da Basileia III, que reforçaria a regulação individual para assim obter de cada instituição uma maior capacidade de resistir a possíveis crises, sendo estas tratadas como choques inesperados, e não como o resultado da elevada fragilidade financeira do sistema, como bem ressaltado por Deos (2012).

Diferentemente de Basileia II, a nova proposta prevê medidas para reduzir o comportamento pró-cíclico do sistema, definindo um amortecedor anticíclico de capital, ou capital contracíclico, a ser exigido em caso de crescimento expressivo de crédito associado a aumento de risco sistêmico. (DEOS, 2012, p. 381)

De acordo com Carvalho (2012), um fórum como o G20 é importante para a reformulação das regras de relacionamento político e econômico, especialmente para os países emergentes que ao participarem vão mostrar maior importância no cenário internacional. Por outro lado, o G20 teria apresentado várias insuficiências no seu papel de fórum para debates de interesses mais amplos e visões mais variadas que as já conhecidas. Sendo assim, Carvalho (2012) mostra que do futuro de associações como o G20 não há muito que se esperar, visto que atualmente o fórum já parece paralisado por conta das divergências entre seus membros.

#### **4.2. Propostas de reforma do sistema monetário internacional**

Persaud (2012) aponta que a regulação do sistema financeiro deve ocorrer basicamente para proteger consumidores vulneráveis e para mitigar riscos sistêmicos. O que se observa no sistema financeiro é que reguladores acabam perdendo o foco na

manutenção do sistema por conta dos muitos objetivos pelos quais foram encarregados. Políticos e supervisores de utilizaram da desculpa de que não sabiam como os bancos estavam atuando por conta de sua complexidade quando a atual crise eclodiu. Persaud (2012) vai além e aponta que tais supervisores poderiam ter acesso às informações necessárias para ao menos controlar a situação, porém optaram por não fazê-lo.

Sob este modelo de regulação, a visão prevalecente foi a de que não estava nas suas atribuições entender o modelo de negócio dos bancos e a sua rentabilidade, mas sim, meramente, verificar se o que eles estavam fazendo estava em conformidade com as regras. (PERSAUD, 2012, p. 294)

A garantia do funcionamento dos bancos é importante para que todo o sistema possa funcionar, visto que se um banco falir pode acabar provocando a queda dos demais bancos. Isso se deve à interdependência que existe entre os bancos, tendo-se que as atividades dos mesmos são altamente sistêmicas em uma economia de crédito.

O que Persaud (2012) mostra é que a resolução de crises sistêmicas deveria ser fortemente influenciada e direcionada pelo governo, que seria decisivo nessas questões por deter liquidez mais que qualquer outro agente em momentos de crise.

Além disso, outra proposta seria a de tentar minimizar os *booms*, que seriam basicamente os momentos de euforia que precedem os desastres financeiros. Persaud (2012) mostra ainda que muitas vezes os participantes do mercado não vão identificar um *boom* por estarem inseridos nele, sendo assim levados a ver apenas indícios de que o momento de euforia vai continuar. O que se deve ocorrer então é que os banqueiros centrais e reguladores deveriam estar mais atentos a esses momentos para assim definir se é necessário que se aja como maior rigidez sobre os diferentes mecanismos de freio. Os *booms* menores vão então gerar crises menores, sendo assim o governo terá maiores possibilidades de atuação.

Para garantir que haja uma robustez sistêmica é necessário que haja a diversidade dos riscos e dos participantes do mercado. Os reguladores devem garantir que os diferentes riscos sejam levados para onde eles possam ser absolvidos, caso venham a estourar. Sendo assim, uma boa forma de manter a estabilidade do sistema financeiro é transferir adequadamente os riscos entre os setores financeiros de locais que não têm capacidade de reter um risco específico para um local que possa absolver tais riscos.

Como se pode observar, com a crise financeira atual, diversas foram as propostas de reforma do sistema financeiro para que o seu funcionamento fosse melhorado. Com base em Silva (2013), as propostas de reforma se dão em três alternativas, que seria primeiro um sistema multimonetário (inercial), a segunda alternativa seria a criação de um banco de reserva global emissor de uma nova moeda para substituir o dólar (utópica), e a terceira seria caminhar gradualmente para um sistema de reserva global mais equitativo e estável (evolutiva).

Silva (2013) aponta que um sistema multimonetário já existe e é dominado pelo dólar, e que continuará sendo dominado por tal moeda, pois esta tem o poder de regular a ordem econômica mundial, visto que conta com reservas de credibilidade. O que se tem é que o Tesouro dos Estados Unidos possui um mercado de bônus amplo e profundo com liquidez imediata, ficando assim na frente de possíveis competidores em desenvolvimento de mercados.

O sistema multimonetário dominado pelo dólar, como aponta Silva (2013), permite a diversificação das reservas, porém deve-se observar que tal sistema é injusto com economias em desenvolvimento que acabam prejudicadas com reservas acumuladas em ativos de baixo retorno dos países desenvolvidos, além disso, não há eliminação do viés deflacionário nem se resolve a necessidade de manutenção das reservas elevadas das economias em desenvolvimento.

O que se observa nesta abordagem é que as demais moedas do sistema monetário internacional como o euro, o iene ou o renminbi não têm capacidade de superar as fraquezas do dólar, seja por fragilidades da moeda ou por não ser uma moeda internacional ou por ter o Estado controlando seu valor ou ainda por não ter mercado de capitais relevante. Sendo assim, se entende que esta abordagem chamada de inercial seria a mais realista, visto os problemas monetários existentes. Entendendo-se também que no caso da economia dos Estados Unidos conseguir recuperar o equilíbrio de suas contas externas, possivelmente as reformas monetárias serão novamente engavetadas (SILVA, 2013).

Com relação à criação de um banco global emissor de uma nova moeda para substituir o dólar, Silva (2013) aponta que tal abordagem é utópica visto seus temas discutidos nunca terem mostrado avanços. Ainda de acordo com ele, a utopia consiste em tal abordagem desconhecer a relação de forças que existe entre política e economia.

Para que tal proposta seja efetivada, mostra-se a necessidade de criação de uma nova instituição ou a transformação do FMI em um banco. Para isto, seria necessário

resolver questões pendentes acerca do FMI como prestador de última instância, e também do envolvimento do setor privado nas situações de crises financeiras, além da possibilidade de um imposto sobre fluxos internacionais.

Nesta abordagem utópica o que se observa são questões puramente econômicas que ignoram a dimensão política envolvida na emissão da moeda mundial, como apontado por Silva (2013).

A terceira abordagem para uma reforma no sistema monetário internacional dada por Silva (2013) é a evolutiva, que envolve o fortalecimento do papel dos DES. As reservas internacionais seriam então trocadas por DES pelo próprio FMI, e através de tal sistema o FMI teria capacidade de reciclar recursos para socorrer países deficitários em crise. As críticas a essa abordagem caem sobre o funcionamento do FMI e a necessidade de mudanças na supervisão e nas obrigações dos países-membros da organização, e também se ressalta que a questão cambial teria de ser enfrentada.

Para a realização dessa abordagem evolutiva, os principais ativos de reserva teriam que ser os DES, e Silva (2013) mostra que os DES estão longe de exercer esse papel. E que, além disso, essa proposta não daria estabilidade ao sistema monetário internacional, apesar de dar maior estabilidade à moeda-reserva.

## 5. Considerações

Este trabalho teve como principal temática estudar a atual crise financeira norte-americana e seus impactos sobre outras nações, tendo como foco descrever e analisar as origens dessa crise, seu desenvolvimento e algumas propostas de superação. Como já explicitado na metodologia, nos valem de um arcabouço teórico-discursivo de corte keynesiano e pós-keynesiano, portanto de perspectivas críticas ao que se convencionou chamar de tradição clássica e neoclássica, tanto na descrição do processo histórico como na análise da crise.

O estudo da crise financeira se faz importante para que haja uma melhor compreensão da situação em que se encontra a economia mundial, e assim se possa discutir teoricamente as possibilidades de estruturação do sistema financeiro internacional para que este seja mais estável.

Estudando a evolução do sistema monetário internacional, identificamos que os sistemas financeiros tornaram-se cada vez mais complexos e interligados, o que resulta em uma maior velocidade tanto do alastramento bem como da intensidade de crises para todo o sistema internacional. A interdependência internacional passa, portanto, a estar relacionada não apenas entre países, mas com relação a uma série de bancos e outras instituições.

Com esse trabalho, percebe-se que para entender como as crises financeiras eclodem é necessário analisar o contexto histórico e perceber quais movimentos da economia levaram a tal situação. O desenvolvimento da economia mundial e o rumo que ela tomou, interligando as economias dos países e tornando o sistema financeiro internacional mais complexo, mostram as causas das crises e o porquê das mesmas atingirem diversos países da forma como atingem.

Utiliza-se neste trabalho o arcabouço teórico keynesiano/pós-keynesiano visto a importância que tal teoria voltou a ter com a crise, isso pois anteriormente a mesma já havia sido muito utilizada para entender e combater a Grande Depressão. Além disso, pensadores pós-keynesianos desenvolveram mais estudos sobre os investimentos e como estes podem levar a épocas prósperas e depois depressão, observando ainda medidas que deveriam ser tomadas na economia política em períodos de crise.

Através do arcabouço pós-keynesiano, percebe-se que o mercado financeiro não é estável e não é autorregulador, como leva a crer a visão neoclássica, de acordo com a



qual as crises só ocorreriam em circunstâncias especiais, afirmando que apenas quando não há um bom uso da informação e os agentes atuam de forma irracional é que crises podem ocorrer.

De acordo com a perspectiva keynesiana, esses pressupostos neoclássicos estão equivocados, visto que o mercado financeiro é regido em um ambiente de incerteza e as bolhas financeiras acabam se formando por conta de um aumento do “estado de confiança” dos agentes, como visto anteriormente. Dessa forma, as crises financeiras vão se originar de uma junção de fatores, sendo eles o comportamento irracional e também a arquitetura do sistema financeiro e a interação entre as variáveis do mesmo.

Na atual crise se observou ainda a questão da preferência pela liquidez, tratada por Keynes (1996). Os agentes econômicos sentiram a necessidade de se proteger contra maiores choques no sistema, aumentando assim a demanda por moeda e agravando a crise. Percebe-se aqui um dos pressupostos keynesianos, observando-se que a moeda não é neutra como acredita a visão neoclássica e que pode interferir no funcionamento do sistema financeiro.

Keynes (1996) mostrou que o mercado de trabalho atuando de forma autônoma não se ajusta ao pleno emprego. Dessa forma, se entende que se o mercado de bens se encontra equilibrado em um ponto abaixo do pleno emprego o que vai ocorrer é que os empresários não vão aumentar o número de trabalhadores e o nível de emprego vai permanecer o mesmo, gerando assim o que ele chama de desemprego involuntário.

De acordo com a visão neoclássica, quando há uma diminuição dos salários os trabalhadores vão sair de seus empregos; a teoria keynesiana mostra que não é isso que ocorre. Ao se observar a crise norte-americana atual percebe-se que o desemprego cresceu muito. Mesmo com a diminuição dos salários e inclusive das ofertas de trabalho, as pessoas continuavam procurando manter seus empregos, e os desempregados procurando novos trabalhos.

A crise norte-americana atual revelou o caráter desigual, volátil e instável do sistema financeiro internacional, mostrando o quanto o sistema é subordinado e dependente dos ditames de uma determinada política econômica, no caso a dos Estados Unidos.

A atual crise financeira foi sentida nas mais diferentes formas e locais, levando a alterações não só nas relações comerciais entre os países, mas também nas relações políticas e até mesmo sociais. Tal crise gerou recessão como outras crises que a

antecederam, afetou empresas e famílias e se tornou pior que outras crises por ter acontecido no epicentro da economia global.

A crise imobiliária eclodiu em 2008, mas atualmente seus efeitos ainda são sentidos. Mesmo observando sinais de que os Estados Unidos estão se recuperando e o desemprego esteja diminuindo, com o mercado financeiro apresentando melhoras, as variáveis econômicas do país ainda não estão no nível desejado.

Devido à dimensão da crise norte-americana, houve um crescimento no espaço reservado para se debater a respeito de reformas no sistema financeiro internacional, acreditando-se que mudanças profundas deveriam ser feitas para evitar choques futuros na economia, tornando o tema cada vez mais importante.

O papel do G20 no contexto pós – crise financeira foi alvo de muitas expectativas, que acreditavam que o fórum fosse de fato colaborar para discussões e encaminhamento de soluções para a crise, e também as economias emergentes que buscavam maior reconhecimento no cenário internacional através da participação no G20. No entanto, tal fórum apresenta diversas insuficiências, tendo-se que os países devem buscar outros grupos além do G20 para promover suas propostas e buscar atividades para reformas no sistema financeiro.

O que se tem também é que atualmente é mais difícil para os países desenvolvidos resolverem os problemas em foros exclusivos em relação ao passado, no qual havia uma maior facilidade de resolver as situações à custa do resto do mundo, como mostra Silva (2013).

Diversas são então as propostas feitas para a reforma do sistema financeiro internacional, desde aquelas que acreditam que crises são choques inesperados àquelas que percebem que se pode buscar formas alternativas de estruturar o sistema financeiro para que este seja mais estável. Assim, as propostas de reforma devem ser consideradas e debatidas para que assim se possa arquitetar o sistema financeiro internacional de forma a este ser capaz de evitar ou superar possíveis crises no futuro. No entanto, apesar de se perceber a grande necessidade de se adotar medidas para estabilizar a economia mundial, ainda existem muitos atrasos na adoção de tais medidas por conta de conflitos de interesses, prejudicando assim o desenvolvimento harmônico do sistema financeiro.

## Referências

BELLLUZO, Luiz Gonzaga. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. São Paulo: Unesp, 2009.

\_\_\_\_\_. **O capital e suas metamorfoses**. São Paulo: Unesp, 2013.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Da macroeconomia clássica à keynesiana**. São Paulo, 1968.

CARVALHO, F. C. de. **Entendendo a Recente Crise Financeira Global**. In: Associação Keynesiana Brasileira. Dossiê da Crise. 2008. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.asp>> Acesso em: 01 de setembro de 2014.

\_\_\_\_\_. **A Crise Econômica Internacional em 2010: uma avaliação a meio do caminho**. In: Associação Keynesiana Brasileira. Dossiê da Crise II. 2010. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.asp>> Acesso em: 01 de dezembro de 2014.

\_\_\_\_\_. **O G20 e a reforma do sistema financeiro: possibilidades e limitações**. In: CINTRA, M. A. C. & GOMES, K. R. (Org.). As transformações no sistema financeiro internacional. (vol.1). Brasília : Ipea, 2012.

CHESNAIS, François. **O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos**. In: CHESNAIS, François. A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo : Boitempo, 2005.

COZENDEY, Carlos Márcio B. **Instituições de Bretton Woods**. Fundação Alexandre de Gusmão, 2013.

DATHEIN, Ricardo. **Um Esboço da Teoria Keynesiana**. 2002. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/decon/publionline/textosprofessores/ricardo/teoriakeynesiana.pdf>> Acesso em: 04 de dezembro de 2014.

DEOS, S. S. **A regulação do sistema financeiro após a crise**. In: CINTRA, M. A. C. & GOMES, K. R. (Org.). *As transformações no sistema financeiro internacional*. (vol.1). Brasília : Ipea, 2012.

DYMSKI, Gary A. **Quatro Crises do Sistema Mundial e o Futuro do ‘Novo Brasil’**. In: Associação Keynesiana Brasileira, 2010. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.asp>> Acesso em: 02 de dezembro de 2014.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do capital: uma historia do sistema monetário internacional**. São Paulo: 2000.

FARHI, Maryse & CINTRA, Marcos A. M. **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo**. *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 3 (115), julho-setembro/2009.

FRENKEL, Roberto. **Lições de uma análise comparativa das crises financeiras**. In: CINTRA, M. A. M. & MARTINS, A. R. A. (Org.). *As transformações no sistema monetário internacional*. Brasília : Ipea, 2013.

GIL, A. C. “Como elaborar projetos de pesquisa”. São Paulo: Atlas, 2002.

HARVEY, David. **O enigma do capital: e as crises do capitalismo**. São Paulo, SP: Boitempo, 2011.

HERMANN, J. **Da Liberalização a Crise Financeira Norte-Americana: A Morte Anunciada Chega ao Paraíso**. In: Associação Keynesiana Brasileira. *Dossiê da Crise*. 2008. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.asp>> Acesso em: 01 de setembro de 2014.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Editora Nova Cultural Ltda, 1996.

MEDEIROS, Carlos A. & SERRANO, Franklin. **Padrões monetários internacionais e crescimento**. In: FIORI, José Luís. Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Vozes, 1999.

MOREIRA, T. B. S; SOARES, F. A. R. **A crise Financeira Internacional e as Políticas Anticíclicas no Brasil**. Política Fiscal e a Crise Econômica Internacional, 2010.

NATARIO, Thiago Norte. **Uma análise sobre as origens e impactos da crise do sistema imobiliário norte-americano – as hipotecas subprime**. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

OCDE (2009b). *Harmonised Unemployment Rates*. Organization for Economic Co-Operation and Development. Janeiro, 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org>> Acesso em: 03 de setembro de 2014.

PERSAUD, A.D. **Como seria um sistema financeiro sistematicamente resiliente?** In: CINTRA, M.A.C. & GOMES, K.R. (Org.). As transformações no sistema financeiro internacional. (vol.1). Brasília : Ipea, 2012.

PRATES, Daniela M. **O Efeito-contágio da Crise Global sobre os Países Emergentes**. In: Associação Keynesiana Brasileira, 2010. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.asp>> Acesso em: 28 de outubro de 2014.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A economia das crises: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**. Rio de Janeiro : Intrínseca, 2010.

SILVA, Gustavo T. Ferreira da. **As crises financeiras mundiais de 1929 e 2008 : uma análise comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

SILVA, L. A. Simoens. **Propostas de reforma do sistema monetário internacional**. In: CINTRA, M. A. M. & MARTINS, A. R. A. (Org.). As transformações no sistema monetário internacional. Brasília : Ipea, 2013.

SOBREIRA, Rogério. **Os Derivativos e a Crise de Crédito**. In: Associação Keynesiana Brasileira. Dossiê da Crise. 2008. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.asp>> Acesso em: 02 de setembro de 2014.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Entendendo a crise do subprime**. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao\\_44.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf)>. Acesso em: 03 de setembro de 2014.